

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**

**Sveučilišni diplomski studij Poslovne ekonomije**

**ANALIZA USPJEŠNOSTI PROVEDBE RAZVOJNIH  
STRATEGIJA PUTEM FUZIJA I AKVIZICIJA**

**Diplomski rad**

**Petar Trstenjak**

**Zagreb, rujan, 2019.**

**Sveučilište u Zagrebu**

**Ekonomski fakultet**  
**Sveučilišni diplomski studij Poslovne ekonomije**

**SUCCESS ANALYSIS OF DEVELOPMENT STRATEGIES  
IMPLEMENTATION THROUGH MERGERS AND  
ACQUISITIONS**

**Diplomski rad**

**Petar Trstenjak, 0067526273**

**Mentor: Prof. dr. sc. Darko Tipurić**

**Zagreb, rujan, 2019.**

## SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
1.1. Predmet i ciljevi rada .....	1
1.2. Izvori podataka i metode istraživanja .....	2
1.3. Struktura rada .....	2
2. RAST I RAZVOJ PODUZEĆA .....	3
2.1. Definicija rasta i razvoja .....	3
2.2. Ciljevi rasta i razvoja .....	6
2.2.1. Rast dobiti.....	8
2.2.2. Posredni ciljevi rasta .....	10
2.2.2. Izvedeni ciljevi rasta .....	10
2.3. Čimbenici rasta i razvoja.....	11
2.3.1. Unutarnji čimbenici rasta i razvoja .....	12
2.3.2. Vanjski čimbenici rasta i razvoja.....	13
2.4. Izvori financiranja rasta i razvoja .....	15
3. STRATEGIJE RASTA I RAZVOJA.....	18
3.1. Strategije internog rasta i razvoja .....	20
3.1.1. Ansoffova matrica.....	21
3.1.2. Greinerov model .....	22
3.1.3. Investicije u nove djelatnosti, nove kapacitete i proširenje postojećih .....	24
3.1.4. Ekspanzija, modernizacija i internacionalizacija.....	25
3.2. Strategije eksternog rasta i razvoja .....	26
3.2.1. Strateški savezi .....	27
3.2.2. Fuzije i akvizicije.....	29
4. FUZIJE I AKVIZICIJE .....	30
4.1. Pojmovno određenje fuzija i avkizicija .....	30
4.2. Klasifikacije fuzija i akvizicija .....	31

4.2.1.	Oblici fuzija i akvizicija .....	32
4.2.2.	Vrste fuzija i akvizicija .....	33
4.3.	Motivi za fuzije i akvizicije .....	34
4.3.1.	Osnovni motivi za fuzije i akvizicije .....	34
4.3.2.	Motivi za fuzije i akvizicije u različitim životnim fazama industrije .....	36
4.4.	Karakteristike procesa fuzija i akvizicija .....	38
4.4.1.	Procjena vrijednosti akvizicijske mete .....	39
4.4.2.	Načini provođenja fuzija i akvizicija .....	41
4.4.3.	Metode plaćanja fuzija i akvizicija .....	42
4.4.4.	Stav menadžmenta akvizicijske mete o pružimanju .....	43
5.	MJERENJE USPJEŠNOSTI FUZIJA I AKVIZICIJA .....	47
5.1.	Metode mjerenja uspješnosti fuzija i akvizicija na temelju kretanja cijena dionica ..	49
5.2.	Metode mjerenja uspješnosti fuzija i akvizicija na temelju računovodstvenih i financijskih pokazatelja .....	51
5.3.	Metode mjerenja uspješnosti fuzija i akvizicija na temelju ekonomske dodane vrijednosti .....	52
6.	STUDIJA SLUČAJA: USPJEŠNOST AKVIZICIJA ATLANTIC GRUPE .....	54
6.1.	Osnovno o Atlantic Grupi .....	54
6.2.	Analiza rasta Atlantic Grupe putem akvizicija .....	57
6.2.1.	Strateški položaj Atlantic Grupe prije akvizicije Cedeveite d.o.o .....	57
6.2.2.	Strateški položaj Atlantic Grupe prije akvizicije Droge Kolinske d.d. ....	58
6.2.3.	Strateški položaj Atlantic Grupe nakon akvizicije Droge Kolinske d.d. ....	61
6.3.	Analiza odabranih akvizicija Atlantic Grupe .....	63
6.3.1.	Analiza uspješnosti akvizicije Cedeveite d.o.o .....	63
6.3.2.	Analiza uspješnosti akvizicije Droge Kolinske d.d. ....	68
7.	ZAKLJUČAK.....	81
	POPIS LITERATURE .....	83
	POPIS GRAFIKONA .....	90

POPIS PRIKAZA .....	90
POPIS TABLICA .....	91

## 1. UVOD

### 1.1. Predmet i ciljevi rada

Fuzije i akvizicije objedinjene popularnom sintagmom *Mergers & Acquisitions* predstavljaju jedne od najdinamičnijih i najkompleksnijih pojava globalne poslovne prakse. Iako se prvi snažnji valovi fuzija i akvizicija pojavljuju već 1890-ih godina iste je još uvijek moguće smatrati trendovima suvremenog poslovanja. Takvo stajalište može se opravdati evolucijom i promjenom fuzija i akvizicija kroz povijest koje su ovisno o okolnostima u kojima se provode odražavale svu dinamičnost poslovnog svijeta. Obzirom na obilježja današnjeg poslovnog okruženja ponajviše određenog globalizacijom, internacionalizacijom te stvaranjem multinacionalnih korporacija i drugim pojavama fuzije i akvizicije sve više postaju neizostavne strateške opcije nužne za rast i razvoj poduzeća.

Predmet rada je proučavanje fuzija i akvizicija kao strategija eksternog rasta i razvoja. Pri teoretskom razmatranju rad se usredotočuje na definiranje takvih poslovnih kombinacija koje podrazumijevaju kupnju, prodaju i spajanje cjelokupnih poduzeća ili njegovih dijelova. Obzirom na određivanje fuzija i akvizicija kao samo jednu od strateških opcija ostvarivanja rasta i razvoja u radu će se detaljnije razmotriti i sam pojam rasta i razvoja poduzeća kao i ostalih strategija postizanja istog. Pri sagledavanju fuzija i akvizicija rad se usredotočuje na definiranje prepoznatljivih oblika i vrsta fuzija i akvizicija, motiva koji ih pokreću te ključnih karakteristika samog procesa provođenja takvih poslovnih kombinacija. Također, u teoretskom dijelu radu određena pozornost posvetit će se i području mjerenja uspješnosti fuzija i akvizicija kao jednom od najsloženijih dijelova istraživanja istih.

U svrhu približavanja globalno prepoznate prakse provođenja fuzija i akvizicija Hrvatskom poslovnom okruženju u radu će se pobliže analizirati provedene akvizicije jednog od značajnijih poduzeća na domaćem tržištu, Atlantic Grupe d.d. ("Atlantic Grupa"). Time je određen i cilj ovog rada pri čemu će se u sklopu studije slučaja pod nazivom "Uspješnost akvizicija Atlantic Grupe" analizirati ostvarenje rasta i razvoja Atlantic Grupe provođenjem brojnih i raznovrsnih akvizicija kako na domaćem tako i na internacionalnim tržištima.

## **1.2. Izvori podataka i metode istraživanja**

Izvori podataka upotrebljeni u ovom radu su znanstvena i stručna literatura iz područja usmjerenih na proučavanje strategija rasta i razvoja te fuzija i akvizicija. Korištene su knjige, članci, publikacije, stručni i istraživački radovi domaćih i inozemnih autora, kao i niz aktualnih i empirijskih podataka iz različitih izvora. Metode istraživanja korištene u radu su metoda indukcije, metoda dedukcije, metoda analize i sinteze, metoda dokazivanja, metoda deskripcije i metoda komparacije. Također, u sklopu studije slučaja korišteni su javno objavljeni podaci Zagrebačke Burze, Atlantic Grupe i drugih poduzeća uključenih u odnosne poslovne kombinacije. Temeljem javno dostupnih podataka izračunati su i raznovrsni financijski pokazatelji s ciljem određivanja uspješnosti provedenih akvizicija kao i sveobuhvatne dinamike i prirode rasta i razvoja Atlantic Grupe.

## **1.3. Struktura rada**

Nakon uvoda, u drugom dijelu rada pobliže će se objasniti sami pojmovi rasta i razvoja poduzeća s usmjerenjem na definiranje ciljeva, čimbenika te izvora financiranja istog. U trećem dijelu rada razmotriti će se značajnije strategije ostvarivanja rasta i razvoja poduzeća polazeći od krovne podijele istih na strategije internog i eksternog rasta i razvoja. Svrsihodno usmjerenje na fuzije i akvizicije kao neizostavnih strategija eksternog rasta obuhvatiti će se četvrtim poglavljem. Pri teoretskom razmatranju fuzija i akvizicija detaljnije će se razmotriti brojni oblici, vrste i motivi iza takvih poslovnih kombinacija kao i ključne karakteristike samog procesa provođenja fuzija i akvizicija. Nastavno na četvrto poglavlje, u petom dijelu rada razmotriti će se tri osnovne skupine mjerenja uspješnosti fuzija i akvizicija. U petom dijelu rada detaljnije će se analizirati akvizicije Atlantic Grupe koja neosporivi rast i razvoj u većoj mjeri može pripisati upravo provedenim poslovnim kombinacijama. Konačno, u posljednjem, šestom dijelu rada donjiti će se zaključak usmjeren na povezivanje ključnih aspekata fuzija i akvizicija obrađenih u teoretskom dijelu rada s prikazanim zaključcima provedene studije slučaja.

## **2. RAST I RAZVOJ PODUZEĆA**

Sukladno većini pojmova korištenih u ekonomskoj teoriji najveći izazov predstavlja definiranje onih pojmova koji primjenu nalaze i u svakodnevnoj uporabi. Rast i razvoj poduzeća predstavljaju takve pojmove. Svakodnevno poimanje rasta i razvoja poduzeća određuje ih kao suviše generičke i pojednostavljene pojmove. Unatoč tome, takvo pojednostavljenje rasta i razvoja upućuje i na nužnost njihova ostvarenja. Naime, neovisno o načinu definiranja ili kutu promatranja, rast i razvoj poduzeća nužni su uvjet opstanka poduzeća na tržištu. Ekonomska teorija, s druge strane, teži preciznijem i zahvalnijem definiranju samih pojmova rasta i razvoja poduzeća.

### **2.1. Definicija rasta i razvoja**

Teoretska podloga nužana za razumijevanje rasta i razvoja poduzeća obuhvaćena je teorijom rasta poduzeća koju je moguće odrediti kao dio ekonomske znanosti čiji je objekt istraživanja ekonomski rast i razvoj poduzeća. Važnost teorije rasta poduzeća proizlazi iz njezinih interesa usmjerenih na identifikaciju i analizu čimbenika, ciljeva i mjera rasta i razvoja poduzeća. Unatoč određenim ciljevima i objektu istraživanja, teoriju rasta poduzeća karakterizira nemogućnost jednoznačnog pripajanja ekonomskoj disciplini kojoj pripada. Prema objektu istraživanja moguće ju je razmatrati dijelom mikroekonomske analize, ali teorija rasta poduzeća za razliku od mikroekonomske analize ne raspolaže metodama i instrumentarijem nužnim za postavljanjem i razvijanjem modela rasta. Za razliku od mikroekonomske analize ona se koristi ekonomskim pojavama i tehnikama znanstvenog istraživanja koje su primjerenije području ekonomike poduzeća.<sup>1</sup>

Ekonomika poduzeća podrazumijeva proučavanje ekonomske teorije, logike, koncepata i alata te mogućnosti njihove uporabe u procesu donošenja poslovnih odluka.<sup>2</sup> Drugim riječima, ona primjenjuje principe i metode ekonomske teorije kako bi analizirala probleme s kojima se susreće menadžment poduzeća.<sup>3</sup> Time ekonomika poduzeća predstavlja integraciju ekonomske teorije i poslovne prakse u svrhu kvalitetnijeg upravljanja poduzećem.<sup>4</sup> Prema tome je teoriju rasta poduzeća moguće razmatrati kao interdisciplinarnu teoriju na granci mikroekonomske analize i ekonomike poduzeća.

---

<sup>1</sup> Gašparović, V. (1996). Teorija rasta i upravljanje rastom poduzeća. Školska knjiga, Zagreb, str. 1-10.

<sup>2</sup> Dwivedi, D. N. (2015). Managerial Economics, 8th edition. Vikas publishing house, New Delhi, India, str. 5-6.

<sup>3</sup> Davis, R., Chang, S. (1986). Principles of Managerial Economics. Prentice Hall, New Jersey, USA, str. 3.

<sup>4</sup> Dwivedi, D. N. (2015). Managerial Economics, 8th edition. Vikas publishing house, New Delhi, India, str. 5-6.



Prema referentnoj teoriji, rast poduzeća predstavlja promjenu veličine kojom se mjeri rast u tijeku određenog radoblja. Tako definiran rast pokazuje samo razliku u vrijednosti dvaju stanja, početnog i završnog. Rast poduzeća numerička je veličina koja ne pokazuje tijek promjene niti način na koji je ona postignuta već samo promjenu prikazanu u apsolutnom ili relativnom iznosu.<sup>5</sup> Jednostavnije, rast poduzeća označava povećanje određenog iznosa poput proizvodnje, prodaje ili izvoza poduzeća. Za razliku od rasta poduzeća, razvoj poduzeća može se definirati kao promjena koja dovodi do povećanja u veličini i/ili poboljšanja u kvaliteti. Time se razvoj poduzeća može shvatiti kao rast poduzeća u njegovom primarnom ili kvalitativnom značenju.<sup>6</sup>

U svrhu pojmovnog razdvajanja rasta poduzeća od razvoja poduzeća moguće se poslužiti makroekonomskom analogijom razlikovanja ekonomskog rasta od ekonomskog razvoja. Pri tome ekonomski razvoj predstavlja širi pojam koji, izuzev fizičkog prirasta proizvodnje uključuje i odgovarajuće strukturalne i funkcionalne promjene promatranog ekonomskog sistema.<sup>7</sup> Drugim riječima, razvoj poduzeća podrazumijeva rast poduzeća ostvaren povećanjem efikasnosti unutar sistema na koji se taj rast i odnosi. Unatoč razlikama među njima, u daljnjem tekstu će se rast i razvoj poduzeća koristiti kao istoznačnice te će se pod pojmom rasta poduzeća podrazumijevati i razvoj poduzeća.

Konkretnije utvrđivanje definicije rasta poduzeća moguće je tek po utvrđivanju izraza rasta. S tog stajališta rast poduzeća može se definirati kao promjena vrijednosti prodaje ili količine proizvodnje. Također, rast poduzeća može se izraziti i u drugim veličinama poput broja zaposlenih ili vrijednosti imovine. Postojanje više izraza rasta poduzeća izvedeno je iz same problematike određivanja veličine poduzeća. Primjerice, ukoliko se kao izraz veličine poduzeća odredi fizička količina prodaje kave u kilogramima, tada bi i rast trebao biti mjeren istom količinom, neovisno o mogućnosti da se količina i vrijednost prodaje kave mogu kretati u suprotnim smjerovima usljed promjene cijena, popusta, količinskih rabata ili slično. Unatoč nepostojanju jedinstvenog izraza veličine poduzeća a time ni njegova rasta, intuitivnim pristupom moguće je odrediti primjerene izraze istih. Tako će se veličina i rast uslužnih poduzeća izraziti brojem zaposlenika, dok će kod proizvodnih poduzeća primjereniji izraz

---

<sup>5</sup> Gašparović, V. (1996). Teorija rasta i upravljanje rastom poduzeća. Školska knjiga, Zagreb, str. 1-10.

<sup>6</sup> Penrose, E., Pitelis, C. (2009). The Theory of the Growth of the Firm, 4th edition. Oxford University Press, SAD, str. 1.

<sup>7</sup> Gašparović, V. (1996). Teorija rasta i upravljanje rastom poduzeća. Školska knjiga, Zagreb, str. 1-10.

predstavljati dugotrajna imovina.<sup>8</sup> Valja naglasiti i važnost uporabe višestrukih izraza rasta obzirom da se oni mogu kretati u sprotnim smjerovima. Primjerice, pad broja zaposlenika može pratiti povećanje prihoda usljed veće efikasnosti proizvodnog ili prodajnog procesa, tada se zapravo može govoriti o postizanju pozitivnog razvoja poduzeća.

Unatoč zavidnoj zastupljenosti analize rasta poduzeća u ekonomskoj literaturi, još uvijek ne postoji generalna i općeprihvaćena metodologija mjerenja rasta poduzeća. Postupci mjerenja rasta poduzeća kreću se od analize složenih godišnjih stopa rasta (engl. *compound annual growth rate* - CAGR) određenih izraza rasta do jednostavnog izračuna razlike završnog i početnog stanja obzervacijskog razdoblja. Također, rangiranje poduzeća od strane etabiliranih časopisa (npr. "Forbes" ili "Fortune") može se smatrati svojevrsnim mjerenjem rasta poduzeća. Neovisno o odabiru mjere, problematika mjerenja rasta dodatno je otežana i pitanjem ispravnosti samih metoda. Naime, navedene i druge metode mjerenja rasta poduzeća općenito uzimaju u obzir isključivo početno i završno stanje izraza rasta poduzeća. Logika sugerira kako takav izračune ne pokazuje u potpunosti rast poduzeća obzirom da zanemaruje događanja sredinom obzervacijskog perioda. Primjerice, ukoliko poduzeće pokazuje ravnomjeran pad tokom obzervacijskog razdoblja te značajan porast u finalnom periodu promatranja, rezultat bi mogao navesti na zaključak kako je poduzeće stabilno raslo tokom odabranog perioda. Dodatno, zanemarivanje visokih fluktuacija određenog izraza rasta sredinom obzervacijskog razdoblja također može navesti na krivu interpretaciju rasta poduzeća.<sup>9</sup>

Utjecaj veličine poduzeća također može imati utjecaj na pogrešno tumačenje njegova rasta. Konkretnije, veličina poduzeća upućuje na potrebu razlikovanja apsolutnog od relativnog rasta poduzeća. Primjerice, poduzeće koje ima početnu vrijednost prodaje 2 milijarde kuna lakše će postići rast prodaje od 100 milijuna kuna od poduzeća koje ima početnu vrijednost prodaje 200 milijuna kuna. U slučaju ostvarenja navedenih scenarija prvo poduzeće postiglo bi relativni rast od 5%, dok bi drugo, manje poduzeće postiglo rast od 50%. Time, ovisno o odabiru formule za mjerenje rasta, veličina poduzeća imati će pozitivan utjecaj na apsolutni te negativni utjecaj na relativni rast poduzeća.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Kimberly, J. R. (1976). Organizational Size and the Structuralist Perspective: A Review, Critique, and Proposal. *Administrative Science Quarterly*, 21(4), str. 571-597.

<sup>9</sup> Weinzimmer, L. (1998). Measuring organizational growth: Issues, consequences and guidelines. *Journal of Management*, 24(2), str. 535-557.

<sup>10</sup> Ibid.,

## 2.2. Ciljevi rasta i razvoja

Neovisno o definiciji samih pojmova, ispravnosti mjerenja ili odabiru izraza, jasno je kako rast predstavlja imanentnu obvezu svakog poduzeća. Manje je jasna spoznaja što ga pokreće, odnosno koji su motivi i ciljevi rasta poduzeća. Logičnim slijedom, ciljevi rasta poduzeća ovisiti će o ciljevima poslovanja poduzeća općenito, dok je zaključke o njima moguće izvoditi tek po određenju biti i svrhe poduzeća, odnosno po utvrđivanju razloga njegova postojanja.<sup>11</sup>

Teorija transakcijskih troškova polazi od stajališta kako je poduzeće organizacija koja transformira *inpute* u *outpute* pri čemu nastaje transakcijski trošak.<sup>12</sup> Tada se postojanje poduzeća prije svega može objasniti činjenicom da se aktivnosti transakcije mogu provoditi jeftinije unutar poduzeća nego izvan njega. Jednostavnije, poduzeće uvijek generira niže troškove. Naime, provođenjem mnogih transakcija unutar poduzeća smanjuju se troškovi uporabe cjenovnog mehanizma odnosno tržišta poput troškova prikupljanja informacija o izvoru temeljem kojeg nastaje transakcija, troškova pregovaranja i sastavljanja ugovora te troškova provođenja ugovora. Dodatni razlog postizanja nižih troškova unutar poduzeća je državna regulativa. Naime, država oporezuje transakcije između poduzeća, dok će internaliziranjem tih transakcija taj trošak biti uklonjen.<sup>13</sup> Posljedično, izbjegavanjem transakcijskih troškova moguće je kompleksne gotove proizvode nuditi po relativno nižoj cijeni.<sup>14</sup>

Prema teoriji transakcijskih troškova cilj poduzeća je minimizirati sumu troškova internih i eksternih transakcija. Minimizacija ukupnih troškova poduzeća također predstavlja i prvi uvjet maksimizacije dobiti poduzeća. Time teorija transakcijskih troškova ne odstupa od neoklasične teorije poduzeća koja svojevrsno predstavlja *mainstream* model određivanja ciljeva poslovanja. Naime, prema neoklasičnoj teoriji jedini cilj poslovanja poduzeća je maksimizacija dobiti. Takvo stajalište jednostavno se moglo opravdati težnjom vlasnika poduzeća da maksimiziraju dobit vlastitog poduzeća. Međutim, dvije su kritike koje dovode u pitanje ispravnost navedene teorije. Prva kritika proizlazi iz nejasno određenog roka u kojem se očekuje maksimalizacija dobiti. Ukoliko se kao cilj definira maksimizacija kratkoročne dobiti, teorija se suprostaavlja realnim potrebama donošenja investicijskih odluka nužnih za poslovanje, a koje imaju dugoročni učinak. Drugo, razdvajanjem funkcije vlasništva od

---

<sup>11</sup> Gašparović, V. (1996). Teorija rasta i upravljanje rastom poduzeća. Školska knjiga, Zagreb, str. 50-92.

<sup>12</sup> Dunković, D. (2001). Ekonomika transakcijskog troška: Razvoj okvira modernog tržišnog partnerstva. Ekonomski vjesnik, 1-2(14), str. 103-113.

<sup>13</sup> Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), str. 386-345.

<sup>14</sup> Rupčić, N. (2016). Upravljačka ekonomika: Teorija i praksa. Ekonomski fakultet, Rijeka, str. 28-31

funkcije upravljanja i kontrole pretpostavka o maksimizaciji profita kao jedinog cilja poslovanja poduzeća pokazuje se nerealnom. Praktična potreba za velikim brojem dioničara poduzeća koji su ograničeno uključeni u upravljanje poduzećem omogućila je menadžerima da uz uvjet isporuke zadovoljavajućih dividendi valnicima ostvaruju diskrecijsko parvo sljeđenja i vlastitih ciljeva.<sup>15</sup>

Ideja da dobit nije jedini cilj poduzeća moderne ekonomije dovela je do razvitka alternativnih modela temeljenih na različitim pretpostavkama o ciljevima poduzeća. Kao klasični primjeri alternativnih modela mogu se navesti:<sup>16</sup>

- a) Baumalov model maksimizacije prihoda od prodaje koji pretpostavlja da menadžerski status, kompenzacije i druge benificije više ovise o veličini poduzeća izraženoj prihodima od prodaje nego profitabilnošću te je stoga cilj mnogih menadžera upravo maksimizacija prihoda od prodaje,
- b) Williamsonov model maksimalizacije menadžerske korisnosti koji uvođenjem koncepta “troškovne preferencije” pretpostavlja da menadžeri maksimiziraju vlastitu korist stvarajući nepotrebne troškove trošeći dobit na elemente koji im donose osobno zadovoljstvo i moć nad podređenima, te
- c) Williamsonov integrativni model prema kojem ishod konflikta između želje poduzeća za višim razinama prodaje i potrebom da ostvari određenu razinu profita ovisi o težnji menadžmenta da ostvari vlastite ciljeve ako su oni u konfliktu s drugim ciljevima poduzeća.<sup>17</sup>

Nasuprot neoklasičnoj teoriji i alternativnim modelima određivanja ciljeva poduzeća nalaze se ideje tzv. bihevoralne škole koja ne pokušava odrediti jedini ili primarni cilj poslovanja poduzeća nego nalaže kako poduzeće ima više ciljeva. Takvo stajalište bihevoralne škole proizlazi iz sagledavanja poduzeća ne kao jedinstvenog entiteta već kao skupa promjenjivih koalicija između pojedinaca od kojih svaki ima svoje ciljeve. Tako se uz dobit spominju i drugi ciljevi poput jačanja konkurentskog položaja, sigurnost poduzeća u budućnosti te moć i prestiž poduzeća.<sup>18</sup>

---

<sup>15</sup> Rupčić, N. (2016). Upravljačka ekonomika: Teorija i praksa. Ekonomski fakultet, Rijeka, str.41-45.

<sup>16</sup> Ibid.,

<sup>17</sup> Davies, H., Lam, P-L. (2001). Managerial Economics, An Analysis of Business Issues. Prentice Hall, New Jersey, USA, str. 17.

<sup>18</sup> Gašparović, V. (1996). Teorija rasta i upravljanje rastom poduzeća. Školska knjiga, Zagreb, str. 50-92.

Jednoglasnost oko određivanja općeg cilja poslovanja poduzeća ponajviše je postignuta razvijanjem sveobuhvatnijeg modela prema kojem se kao dugorčni cilj poslovanja definira maksimizacija vrijednosti poduzeća odnosno maksimizacija sadašnje vrijednosti svih očekivanih profita u budućnosti.<sup>19</sup>

Ciljevi rasta poduzeća trebali bi biti jačanje i povećanje onih kriterija koji su određeni kao ciljevi poslovanja. Ukoliko se polazi od ostvarenja dobiti kao općeg cilja poslovanja, tada se kao glavni cilj rasta poduzeća može definirati rast dobiti. U tom smislu ciljeve rasta moguće je podijeliti u tri kategorije:<sup>20</sup>

- a) glavni cilj rasta ili rast dobiti,
- b) posredni ili indirektni ciljevi rasta, te
- c) izvedeni ciljevi rasta.

Navedene kategorije ciljeva rasta zajednički konstruiraju svojevrsan sustav ciljeva rasta. Glavna značajka takvog sustava je u međusobnoj uzajamnosti ciljeva. Primjerice, rast dobiti kao glavni cilj rasta poduzeća ovisit će o rastu obujma proizvodnje, ali će i rast obujma proizvodnje zavisiti o investicijskim ulaganjima koje izvor financiranja moraju u određenoj mjeri imati u ostvarenoj dobiti poduzeća. Čak i u slučaju investicijskih ulaganja financiranih iz eksternih izvora poput financijskih kredita potreban je vlastiti kapital, bilo za sufinanciranje ili kao jamstvo njegova vraćanja.<sup>21</sup>

#### 2.2.1. Rast dobiti

Kao glavni, osnovni i neposredni cilj rasta poduzeća može se odrediti rast dobiti, definirane kao razlike prihoda i rashoda. Budući da se ostvarenje dobiti direktno zasniva na realizaciji osnovne funkcije poduzeća tada se će i rast dobiti izravno ovisiti o rastu osnovne funkcije poduzeća. Time je, u slučaju proizvodnog poduzeća moguće odrediti četiri osnovna načina postizanja rasta dobiti, to su:<sup>22</sup>

- a) rast dobiti povećanjem proizvodnje usljed dodatnog rasta faktora proizvodnje,
- b) rast dobiti povećanjem proizvodnje usljed većeg iskorištenja postojećih proizvodnih kapaciteta,

---

<sup>19</sup> Rupčić, N. (2016). Upravljačka ekonomika: Teorija i praksa. Ekonomski fakultet, Rijeka, str. 28-31.

<sup>20</sup> Gašparović, V. (1996). Teorija rasta i upravljanje rastom poduzeća. Školska knjiga, Zagreb, str. 50-92.

<sup>21</sup> Ibid.,

<sup>22</sup> Ibid.,

- c) rast dobiti smanjenjem troškova poslovanja, te
- d) rast dobiti povećanjem razlike u cijenama *inputa* i *outputa*.

Važno je napomenuti kako načini ostvarivanja rasta dobiti predstavljaju samo teoretska polazišta koji upućuju na moguće izvore rasta dobiti. Također, jasno je kako navedeni načini rasta dobiti nisu sami sebi uzrokom već proizlaze iz raznih odluka menadžmenta kao i okolnih čimbenika poslovanja.<sup>23</sup>

Dobit i rast dobiti predstavljaju neophodan uvjet nastavka poslovanja svakog poduzeća. Unatoč tome, postoje značajne razlike između dobiti i profitnih marži koje poduzeća ostvaruju. Takve razlike ukazuju na važnu ulogu dobiti ili profita jer će poduzeća po pravilu napuštati područja u kojima ne ostvaruju ili ostvaruju nedovoljnu dobit odnosno profitnu maržu. Time se može reći kako dobit ima ulogu alokatora poduzeća u odabiru među različitim industrijama, tržištima i poslovima općenito što je moguće objasniti raznim teorijama dobiti ili profita, to su:<sup>24, 25</sup>

- a) teorija objašnjenja dobiti rizikom koja ističe kako poduzeća zahtijevaju natprosječne profite ukoliko ulaze u visokorizične poslove,
- b) frikcijska teorija dobiti koja nalaže da dobit nastaje usljed trenja ili odstupanja od dugoročnih ravnoteža,
- c) monopolska teorija dobiti koja polazi od mišljenja kako monopolska snaga omogućuje poduzećima da uz smanjenje proizvodnje zahtijevaju veću cijenu čime ostvaruju dodatnu dobit,
- d) inovacijska teorija dobiti koja nalaže kako se iznadtržišna dobit ostvaruje kao nagrada za uvođenje uspješne inovacije, te
- e) kompenzacijska teorija dobiti koja pretpostavlja kako iznadprosječna efikasnost menadžera generira i iznadprosječne prinose odnosno dobit.

Iako je kratkoročna dominacija jedne od navedenih teorija moguća, ostvarenje dobiti najčešće ukazuje na kombinaciju navedenih teorija. Niti jedna teorija profita ne može zasebno i potpuno objasniti uzrok, pojavu i rast dobiti. Ostvarenje dobiti i njezin rast omogućen je kombinacijom brojnih čimbenika poput stupnja rizika, inovacija, efikasnosti menadžera i drugih.

---

<sup>23</sup> Ibid.,

<sup>24</sup> Salvatore, D. (1994). Ekonomija za menadžere u svjetskoj privredi, Mate d.o.o., Zagreb, str. 14-19.

<sup>25</sup> Rupčić, N. (2016). Upravljačka ekonomika: Teorija i praksa. Ekonomski fakultet, Rijeka, str. 60-65.

### 2.2.2. Posredni ciljevi rasta

Po određenju glavnog cilja rasta moguće je identificirati određene veličine kao nužnu osnovicu za njegovo ostvarenje. Drugim riječima, ukoliko se kao glavni cilj rasta poduzeća odredi maksimizacija dobiti, tada se izvedeni ciljevi rasta mogu odnositi na rast onih činitelja kojima je moguće optimizirati proces stvaranja vrijednosti u poduzeću, a time i dobit samog poduzeća. Već spomenuto povećanje obujma proizvodnje može se odrediti kao najvažnija osnova o kojoj ovisi rast dobiti. Takvo stajalište moguće je dodatno opravdati dvjema zakonitostima kretanja troškova pri promjeni količine proizvodnje, ekonomijom obujma te krivuljom iskustva.<sup>26</sup>

Ekonomija obujma predstavlja značajan mikroekonomski upravljački orijentir koji pokazuje redukciju troškova usljed povećanja obujma proizvodnje. Postiže se kada se dodatnim povećanjem količine proizvodnje počinju smanjivati dugoročni prosječni troškovi. Također, ekonomije obujma mogu se pojaviti kao realne i striktno novčane. U realne ekonomije obujma mogu se ubrojiti proizvodne ekonomije obujma, ekonomije prodaje ili marketinga, ekonomije upravljanja te ekonomije prijevoza i skladištenja. Novčane ekonomije obujma postižu se nižim cijenama sirovina, popustima dobavljača, nižim troškovima financiranja te drugim prednostima koje omogućuje dostatno velik opseg proizvodnje.<sup>27</sup>

Krivulja iskustva predstavlja drugu važnu zakonitost kretanja troškova pod utjecajem povećanja obujma proizvodnje. Izvodi se iz ranije otkrivene krivulje učenja koja pretpostavlja da konstantnim povećanjem količine proizvodnje dolazi do smanjenja troškova nadnica. Naime, pojava specijalizacije i podjele rada uzrokovala je porast ponavljanja određenih operacija čime se povećala mogućnost učenja te smanjilo vrijeme potrebno za provođenje istih. Smanjenjem vremena potrebnog za obavljanje pojedinačnih radnji dolazi i do smanjenja troškova nadnica potrebnih za njihovo provođenje. Krivulja iskustva razlikuje se od krivulje učenja po domeni troškova jer obuhvaća sve troškove koji se izravno odnose na proizvod, a ne samo one koji se odnose na rad.<sup>28</sup>

### 2.2.2. Izvedeni ciljevi rasta

Određene veličine i stanja u poduzeću poput broja zaposlenih ili kvalitete proizvoda i usluga općenito se ne mogu smatrati niti glavnim niti posrednim ciljevima rasta poduzeća, neovisno

---

<sup>26</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013). Planiranje poslovnih dometa. Hum naklada, Zagreb, str. 149-177.

<sup>27</sup> Koutsoyiannis, A. (1979). Moderna mikroekonomika, Drugo izdanje. Mate d.o.o., Zagreb, str. 126-136.

<sup>28</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013). Planiranje poslovnih dometa. Hum naklada, Zagreb, str. 149-177.

o tome jesu li neophodni za ostvarenje tih ciljeva. Takvo stajalište argumentirano je prije svega mišljenjem kako je za ostvarenje izvedenih ciljeva rasta nužno investiranje dodatnog kapitala u poduzeće, a ulaganje kapitala u poduzeće kao investicijski pothvat ne može se smatrati neposrednim ciljem rasta poduzeća. Unatoč tome, njihova važnost je u tome što mogu ukazivati na postizanje glavnog ili posrednih ciljeva rasta. Između ostalog, kao izvedeni ciljevi rasta mogu se navesti:<sup>29, 30</sup>

- a) rast vrijednosti vlastite imovine poduzeća,
- b) rast veličine poduzeća mjeren površinom, strojevima, zaposlenicima i slično,
- c) rast prodaje i tržišnog udjela od prodaje,
- d) rast proizvodnih inputa,
- e) rast kvalitete poslovanja odnosno kvalitete proizvoda i/ili usluga,
- f) rast moći i snage, te
- g) rast inovativnosti.

Primjerice, porast broja strojeva u proizvodnom poduzeću sugerira ostvarenje posrednog cilja povećanja obujma proizvodnje te posljedično i glavnog cilja rasta dobiti. Također, rast *inputa* poduzeća može ukazivati na veći utjecaj i snagu poduzeća na tržištu sirovina. Unatoč tome, navedeni primjeri ne govore o tome je li rast dobiti stvarno i ostvaren, već samo da postoji mogućnost ostvarenja istog.

### 2.3. Čimbenici rasta i razvoja

Čimbenici rasta i razvoja poduzeća predstavljaju brojne opće i posebne poticaje i uvjete koji uzrokuju rast poduzeća. Time ih ne bi trebalo poistovjećivati s činiteljima proizvodnje jer obuhvaćaju znatno veći broji determinanti koje mogu utjecati na rast poduzeća. U tom kontekstu, čimbenike rasta poduzeća logičnije je uspoređivati s uvjetima rasta poduzeća.<sup>31</sup> Prema tome, pod čimbenicima rasta poduzeća podrazumijeva se set svih determinanti koje mogu utjecati na rast poduzeća a mogu se podijeliti na vanjske i unutarnje čimbenike. Takvo stajalište moguće je opravdati stavom kako suvremena poduzeća imaju karakteristike otvorenog i dinamičkog sustava koje je pod stalnim utjecajem okoline i u interakciji s njom

---

<sup>29</sup> Gašparović, V. (1996). Teorija rasta i upravljanje rastom poduzeća. Školska knjiga, Zagreb, str. 50-92.

<sup>30</sup> Loi, T., Khan, A. (2012.) Determinants of firm growth: Evidence from Belgian companies. Faculteit economie en bedrijfskunde. Dostupno na: <http://www.ethesis.net/Determinants/Determinants%20of%20firm%20growth%20Evidence%20from%20Belgian%20companies.pdf> [02.08.2019]

<sup>31</sup> Gašparović, V. (1996). Teorija rasta i upravljanje rastom poduzeća. Školska knjiga, Zagreb, str. 93-117.



čime bi ograničavanje na veličine poput kapitala, radne snage, prirodne resurse i slično bilo nepotpuno.<sup>32</sup> Također, važno je napomenuti kako ne postoji distinkcija između čimbenika bitnih za poslovanje poduzeća općenito i onih za rast i razvoj poduzeća. Ukoliko se određena veličina odredi kao važna za poslovanje poduzeća, tada će jednaku ulogu imati i pri njegovom rastu i razvoju. Time će se u nastavku čimbenici rasta i razvoja poduzeća jednostavno poistovjećivati s čimbenicima poslovanja odnosno dimenzijama unutarnje i vanjske okoline poduzeća.

### 2.3.1. Unutarnji čimbenici rasta i razvoja

Unutarnjim čimbenicima rasta i razvoja poduzeća obuhvaćene su sve one veličine na koje poduzeće može direktno i u potpunosti utjecati. Drugim riječima, radi se o svim čimbenicima koji se nalaze unutar samog poduzeća, a neophodni su za njegov rast i razvoj.<sup>33</sup> Važno obilježje unutarnjih čimbenika je u tome da se niti jedan čimbenik ne može analizirati nezavisno od drugih. Razlog tome je u njihovoj međusobnoj povezanosti na način da promjena jednog čimbenika nužno utječe na druge čimbenike.<sup>34</sup> Postoje različiti pristupi određivanja unutarnjih čimbenika rasta, a među najznačajnije spadaju funkcijski ili dimenzijski pristup, faktorski pristup te resursni pristup.<sup>35</sup>

Prema funkcijskom pristupu moguće je, u okviru internih čimbenika rasta i razvoja poduzeća razlikovati tri dimenzije, organizacijsku strukturu, organizacijsku kulturu te organizacijske resurse. Pri čemu se pod organizacijskom strukturom podrazumijeva lanac zapovijednja, organizacijska kultura odnosi se na vjerovanja, očekivanja i vrijednosti, dok organizacijski resursi obuhvaćaju aktivu, vještine, kompetencije i znanje.<sup>36</sup>

Faktorski pristup navodi znatno veći broj čimbenika podjeljenih u pet aspekata, a to su:<sup>37</sup>

- a) organizacijski aspekti - komunikacijska mreža, organizacijska struktura, hijerarhija ciljeva, politike, procedure i pravila te sposobnost menadžmenta,
- b) personalni aspekti - radni odnosi, zapošljavanje, programi obučavanja, sustav procjene performansi, sustav simulativnog plaćanja te fluktuacija i apsentizam,

---

<sup>32</sup> Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 15-25.

<sup>33</sup> Ibid.,

<sup>34</sup> Sikavica, P., Novak, M. (1999). Poslovna organizacija, treće izdanje. Informator, Zagreb, str. 72 -73.

<sup>35</sup> Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 15-25.

<sup>36</sup> Ibid.,

<sup>37</sup> Ibid.,

- c) marketinški aspekti - segmentacija tržišta, strategija proizvoda, strategija cijene, strategija distribucije, strategija promocije i strategija distribucije,
- d) proizvodni aspekti - raspored opreme i postrojenja, istraživanje i razvoj, korištena tehnologija, nabava sirovina, kontrola zaliha i korištenje podugovaranja, te
- e) financijski aspekti - likvidnost, profitabilnost, aktivnost i investiranje.

Konačno, resursnim pristupom podjele čimbenika unutarnje okoline, a time i unutarnjih čimbenika rasta i razvoja moguće je razlikovati šest skupina resursa. Prema tom pristupu u unutarnje čimbenike se osim ljudskih, fizičkih i financijskih resursa ubrajaju i organizacijska i menadžerska struktura te sposobnosti poduzeća.<sup>38</sup>

U svrhu određivanja unutarnjih čimbenika rasta i razvoja poduzeća važno je napomenuti i Porterovu analizu lanca vrijednosti. Iako navedena analiza predstavlja strateški alat usmjeren na identifikaciju nužnih aktivnosti u procesu stvaranja vrijednosti njime je moguće identificirati ključna područja unutarnjih čimbenika rasta i razvoja poduzeća. Prema navedenoj analizi Porter razlikuje primarne od sekundarnih ili podupirujućih aktivnosti unutar lanca vrijednosti. Primarnim aktivnostima karakterizira one koje neposredno sudjeluju u stvaranju vrijednosti te u njih ubraja ulaznu logistiku, proizvodnju, izlaznu logistiku, marketing i prodaju te servis. U sekundarne aktivnosti Porter ubraja infrastrukturu, upravljanje ljudskim resursim, tehnološki razvitak te nabavu. Važnost sekundarnih aktivnosti proizlazi iz omogućavanja nesmetanog odvijanja primarnih aktivnosti.<sup>39</sup>

### 2.3.2. Vanjski čimbenici rasta i razvoja

U vanjske čimbenike rasta i razvoja poduzeća kao i u slučaju unutarnjih ubrajaju se sve one veličine koje utječu na rast poduzeća, ali za razliku od unutarnjih čimbenika poduzeća u pravilu na njih ne mogu utjecati. Iako zaključak o nemogućnosti utjecaja poduzeća na vanjske čimbenike vrijedi generalno, valja napomenuti kako određena poduzeća svojom veličinom djelomično mogu uvjetovati kretanja određenih čimbenika vanjske okoline. Ovisno o tome utječu li ovi čimbenici na sva poduzeća određenog tržišta ili je njihovo djelovanje vezano uz specifično poduzeće, moguće ih je razlikovati kao čimbenike opće i čimbenike poslovne okoline.<sup>40</sup>

---

<sup>38</sup> Ibid.,

<sup>39</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013). Planiranje poslovnih dometa. Hum naklada, Zagreb, str. 179-199.

<sup>40</sup> Sikavica, P., Novak, M. (1999). Poslovna organizacija, treće izdanje. Informator, Zagreb, str. 103-121.

Kategorizacija čimbenika opće okoline moguća je pomoću popularne PESTLE analize. Navedena analiza predstavlja važan okvir strateškog planiranja kojim se ocjenjuje utjecaj vanjskih čimbenika na poslovanje poduzeća. Prema PESTLE analizi čimbenike opće okoline moguće je podijeliti na:<sup>41</sup>

- a) političke čimbenike koji obuhvaćaju determinante koje proizlaze iz odluka države, a imaju utjecaj na poduzeće poput monetarne i fiskalne politike, promjene trgovinskih tarifa i slično,
- b) ekonomske čimbenike koji podrazumijevaju ekonomske indikatore državne ekonomije koji mogu znatno utjecati na rast poduzeća, tu se ubrajaju stopa inflacije, kamatne stope, valutni tečajevi i slično,
- c) socijalne čimbenike koji uključuju norme, pravila ponašanja, vjerovanja i druge veličine na kojima se temelji sustav vrijednosti određenog društva,
- d) tehnološke čimbenike koji predstavljaju ukupnost znanstvenih i tehnoloških dostignuća koja ima velik utjecaj na odluke poduzeća vezane uz usvajanje novih tehnologija i istraživanje i razvoj,
- e) pravne čimbenike koji se odnose na regulatorne veličine kojima se uređuju i institucionaliziraju društveno-ekonomski odnosi unutar određenog političkog sustava, te
- f) ekološke čimbenike koji uključuju sve veličine koje se odnose ili su pod utjecajem prirodnog okruženja poput klimatskih promjena, kontaminacije zemlje i slično.

S druge strane, čimbenike poslovne okoline ili okoline zadataka čine utjecaji koji se nalaze u neposrednoj okolini poduzeća. Za razliku od općih na ove čimbenike poduzeća mogu u određenoj mjeri utjecati. Kao najvažniji segmenati poslovne okoline mogu se navesti:<sup>42, 43</sup>:

- a) tržište proizvoda i/ili usluga koje čine kupci, dobavljači i konkurenti kao ključni čimbenici poslovne okoline,
- b) dioničari,
- c) zaposlenici,
- d) kreditori, te
- e) interesno utjecajne skupine poput društvenih i vladinih organizacija, strukovnih udruženja i slično.

---

<sup>41</sup> Rastogi, N., Trivedi, M. K. (2016). Pestle technique - A tool to identify external risks in Construction project. International Research Journal of Engineering and Technology (IRJET), 3(1), str. 382-388.

<sup>42</sup> Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 15-25.

<sup>43</sup> Sikavica, P., Novak, M. (1999). Poslovna organizacija, treće izdanje. Informator, Zagreb, str. 103-121.

U okviru poslovne okoline moguće je obzirom na njezinu važnost posebno izdvojiti čimbenike industrijske okoline. Općenito, industrijska okolina obuhvaća one čimbenike poslovanja i rasta poduzeća koji se odnose na skupinu istorodnih poduzeća odnosno neposrednih konkurenata.<sup>44</sup> U svrhu identifikacije industrijskih čimbenika korisno je poslužiti se Porterovom analizom pet sila. Naime, Porter izdvaja pet sila značajnih za poslovanje i rast poduzeća unutar industrijske okoline. Prva sila obuhvaća intezitet konkurencije među etabiliranim konkurentima, a ti odnosi određeni su razinom industrijske koncentracije, izlaznim barijerama, diferencijacijom proizvoda i drugim čimbenicima koji utječu na interni rivalitet industrije. Druga sila odnosi se na opasnost od ulaska novih konkurenata koja je primarno određena ulaznim barijerama kao snagama koje obeshrabruju ili onemogućuju ulazak u određenu industriju. Ostale sile važne za sadašnju i buduću pozicioniranost poduzeća unutar industrije i njima pripadajući čimbenici obuhvaćeni su opasnošću od ulaska supstituta i komplementata te snagom i dinamikom promjena pregovaračke moći kupaca i dobavljača.<sup>45</sup>

#### **2.4. Izvori financiranja rasta i razvoja**

Financiranje poslovanja i rasta poduzeća općenito obuhvaća sve postupke pribavljanja novca, ulaganja u različitu poslovnu imovinu, te konačno i njegovog vraćanja izvorima financiranja. Konkretnije, u slučaju javnog dioničkog društva ili korporacije financiranje je moguće promatrati kao proces koji se sastoji od faza financiranja u užem smislu, investiranja, dezinvestiranja te definanciranja odnosno refinanciranja ili samofinanciranja. Time financiranje u užem smislu označava pribavljanje novca i novčanih sredstava emisijom financijske imovine čime se uspostavljaju financijski odnosi s izvorima financiranja. Takvi odnosi za poduzeće rezultiraju određenim obvezama, bilo u obliku obligacije vraćanja novca investitorima ili stvaranja zadovoljavajućeg prinosa dioničarima. Investiranjem poduzeće pribavljena novčana sredstva ulaže u različite oblike realne i druge imovine čime ih privremeno imobilizira s ciljem buduće zarade. U sljedećoj fazi nazvanoj dezinvestiranjem poduzeće obavljanjem poslovne aktivnosti oslobađa novčana sredstva mobilizirana u realnoj i neopipljivoj imovini. Tako oslobođena sredstva poduzeće djelomično koristi za vraćanje novca izvorima financiranja što se može označiti fazom definanciranja. Konačno, do refinanciranja

---

<sup>44</sup> Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 15-25.

<sup>45</sup> Fućkan, Đ., Sabol, A. (2013). Planiranje poslovnih dometa. Hum naklada, Zagreb, str. 179-199.

ili samofinanciranja dolazi usljed zadržavanja dijela oslobođenog i dodatno stvorenog novca te njegovog ponovnog ulaganja u poduzeće.<sup>46</sup>

Poduzeća mogu svoje poslovanje i rast iz financirati različitih izvora. Uobičajeno, izvori financiranja poslovanja i rasta mogu se podijeliti prema roku raspoloživosti, vlasništvu te prema porijeklu.<sup>47</sup>

Prema roku raspoloživosti razlikuje se kratkoročno, srednjoročno i dugoročno financiranje. Kratkoročno financiranje obuhvaća vremenski horizont financiranja do jedne godine, srednjoročno do pet godina, a dugoročno financiranje veže se uz vremenski period od pet i više godina. Izuzev čisto vremenske podjele, izvore financiranja prema ročnosti moguće je i kvalitativno razlikovati. Tako novčana sredstva prikupljena iz kratkoročnih izvora nastoje osigurati poduzeću dovoljno novčanih sredstava za pokrivanje tekućih troškova i efikasno upravljanje neto obrtnim kapitalom, dok će dugoročno financiranje biti usredotočeno na postizanje dugorčnih ciljeva i investiranje.<sup>48</sup>

Prema vlasništvu moguće je razlikovati vlastite i tuđe izvore financiranja. Vlastiti izvori financiranja prvenstveno se odnose na dionički kapital i partnerske uloge, a karakterizira ih ne postojanje obveze vraćanja i nedefiniranost roka dospeljeća. Tuđi izvori financiranja obuhvaćaju sve vrste kratkoročnih i dugoročnih obveza koje se vjerovnicima moraju vratiti u određenom roku. U ulozi vjerovnika tipično se mogu pojaviti sve financijske institucije poput banaka kao najčešćih institucionalnih kreditora i osiguravajućih društava kao glavnih institucionalnih kupaca obveznica poduzeća.<sup>49</sup>

Izvori financiranja prema porijeklu dijele se na unutarnje i vanjske. Unutarnji izvori financiranja odnose se na prethodno opisanu fazu samofinanciranja odnosno na novčana sredstva koje je stvorilo samo poduzeće poput zadržane dobiti, pričuva ili sredstava prikupljenih amortizacijom. Vanjski izvori financiranja podrazumijevaju novčana sredstva prikupljena izvana što je moguće emisijom vrijednosnih papira, uzimanjem kredita i slično.<sup>50</sup> Valja napomenuti kako je potrebno praviti jasnu razliku između porijekla i vlasništva izvora financiranja. Primjerice, dionički kapital zasigurno predstavlja vlastiti izvor financiranja, ali ne

---

<sup>46</sup> Orsag, S. (2011) Vrijednosni papiri - Investicije i instrumenti financiranja. Revicon, Sarajevo, BiH, str. 140-141.

<sup>47</sup> Vidučić, L.J. (2011). Financijski menadžment, sedmo izdanje. RRiF-plus, Zagreb, str. 163.

<sup>48</sup> Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007). Osnove korporativnih financija. Mate d.o.o., Zagreb, str. 486-517.

<sup>49</sup> Orsag, S. (2011) Vrijednosni papiri - Investicije i instrumenti financiranja. Revicon, Sarajevo, BiH, str. 142-143.

<sup>50</sup> Ibid.,

mora nužno predstavljati i unutarnji izvor financiranja. To će ovisiti o tome financira li se poduzeće iz zadržane dobiti i pričuva ili izdavanjem novih dionica odnosno dokapitalizacijom.

### 3. STRATEGIJE RASTA I RAZVOJA

Ostvarenje rasta i razvoja zajednička je potreba i želja svakog poduzeća. Ono po čemu se poduzeća međusobno razlikuju je u uspješnosti i primjenjenoj strategiji postizanja istog. Nedvojbeno je kako postoje uspješno rastuća poduzeća koja mogu trajati generacijama, manje uspješna ili prosječna poduzeća te ona koja ne uspijevaju ostvariti rast i razvoj. Također je neupitno kako se uspješna poduzeća razvijaju i rastu primjenom različitih strategija rasta i razvoja. Može se reći kako je neovisno o odabiru strategije ona nužna za ostvarenje rasta i razvoja. Polazeći od mišljenja kako je “slučajan” uspjeh moguć samo u kratkom roku, tada je uspjeh u dugom roku ili bolje rečeno rast i razvoj uvjetovan sljedećem određene strategije rasta i razvoja.<sup>51</sup>

Iako se rast i razvoj javlja kao prirodan strateški izbor, poduzeća mogu odabrati i druge strateške pravce djelovanja. Time, polazeći od korporativne strategije poduzeća kao temeljnog upravljačkog instrumenta kojim se općim i konkretnim usmjerenjem iskazuje namjeravana budućnost poduzeća moguće je razlikovati tri temeljne skupine glavne strategije poduzeća, a to su:<sup>52, 53</sup>

- a) strategije kontinuiteta,
- b) strategije u kriznim uvjetima, te
- c) strategije rasta i razvoja.

Strategije kontinuiteta ili „status quo“ strategije usmjerene su na održavanje postojećeg stanja ili postizanje postupnog, sporog i kontroliranog rasta. Tim strategijama poduzeće nastavlja posloovati na istim tržištima s jednakim portfoliom proizvoda i/ili usluga. Provođenje strategija usmjerenih na održavanje dosadašnjih ambicija moguće je iz više razloga. Primjerice, ukoliko je poslovanje poduzeća stabilno i menadžment ne želi preuzeti rizike povezane s agresivnijim rastom i razvojem ili kada je poslje ubrzanog rasta i razvoja potreban predah i oporavak te ukoliko menadžment vjeruje kako su izgledi za daljnji rast mali i strategijama stabilnosti nastoji zadržati postojeći tržišni položaj. Dodatno, odabir strategija stabilnosti moguć je i usljed nebrige menadžmenta o budućem usmjerenju poduzeća. U tu skupinu strategija ubrajaju se:<sup>54, 55</sup>

---

<sup>51</sup> Tipurić, D. (2014). Iluzija strategije: Razotkrivanje socijalno konstruirane zbilje poduzeća. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 15-17.

<sup>52</sup> Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 109-125.

<sup>53</sup> Sikavica, N., Šiber F., Vokić, N. (2008). Temelji menadžmenta. Školska knjiga, Zagreb, str. 237-265.

<sup>54</sup> Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 109-125.

<sup>55</sup> Sikavica, N., Šiber F., Vokić, N. (2008). Temelji menadžmenta. Školska knjiga, Zagreb, str. 237-265.

- a) strategija pauze koja podrazumijeva planirani predah koji menadžment odabire poslje razdoblja intenzivnog rasta u kojem se poduzeće maksimalno koristilo svojim resursima,
- b) strategija nemijenjanja donesena kao svjesna odluka menadžmenta kojom poduzeće žele nastaviti poslovanje bez velikih promjena, a karakteristična je malim poduzećima u sporo rastućim djelatnostima, te
- c) strategija nadilaženja problema ili profitna strategija koja polazi od inicijative menadžmenta da se u situaciji koja se pogoršava ne poduzimaju nikakve mjere čime se izbjegava javno obznaniti privremeno loša poslovna situacija investitorima i dioničarima.

Strategije u kriznim uvjetima ili defenzivne strategije usmjerene su na ovladavanje krizom. Krizu je općenito moguće definirati kao opasnu situaciju koja neposredno prijeti opstanaku poduzeća. U takvim uvjetima poduzeća teže stvaranju pretpostavki za opstanak, dok se razvojna strategijska usmjerenja ostavljaju po strani. U skupinu defenzivnih strategija moguće je ubrojiti sljedeće strategije:<sup>56, 57</sup>

- a) strategija zaokreta kojom se brzim i radikalnim strategijskim promjenama nastoji preokrenuti negativne trendove i izaći iz krize,
- b) strategija ovisnosti koja podrazumijeva da poduzeće usljed nemogućnosti provođenja potpunog zaokreta veže svoje poslovanje ekskluzivno uz jednog velikog kupca čime smanjuje troškove problematičnih funkcijskih aktivnosti i osigurava kontinuitet proizvodnje, ali postaje ovisno o poduzeću preko kojeg vrši barem 75% svoje prodaje, te
- c) strategija kontrakcije koja označava sažimanje ili smanjenje veličine poduzeća čime se ono oslobađa dijela poslovne i organizacijske strukture koji su neprofitabilni ili ne pripadaju ključnim poslovima.

U strategije u kriznim uvjetima moguće je ubrojati i one strategije kojima poduzeće usljed nemogućnosti izlaska iz krizne situacije napušta odnosnu djelatnost. Uz prodaju ili divestiranje poduzeća te stečaj i likvidaciju kao tipične oblike izlaznih strategija važno je izdvojiti strategiju ubiranja plodova ili žetve. Tom strategijom poduzeće nastoji maksimalno iskoristiti razdoblje do neminovnog napuštanja djelatnosti što čini namjernim i kontroliranim dezinvesticijama u

---

<sup>56</sup> Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 109-125.

<sup>57</sup> Sikavica, N., Šiber F., Vokić, N. (2008). Temelji menadžmenta. Školska knjiga, Zagreb, str. 237-265.



poduzeće. Iako takvi postupci dovode do pada prodaje i tržišnog udjela, očekuje se kako će posljednji primici i prihodi poduzeća ipak biti znatno veći od smanjenih troškova poslovanja. Time poduzeće generira dodatan novčani tok (engl. *cash flow*) koji može iskoristiti za preraspodjelu u poduzeću ili za ulazak u novu djelatnost.<sup>58</sup>

Konačno, strategije rasta i razvoja predstavljaju različite opcije kojima poduzeća respektabilnim promjenama nastoje značajno promijeniti trenutni strateški položaj, a odnose se na čitav niz raznovrsnih strategijskih pomaka i posebnih poslovnih strategija. Odlučivanje o odabiru prikladne strategije rasta i razvoja ovisi o obilježjima industrije, konkurentskoj sposobnosti poduzeća, njegovim ciljevima i brojnim drugim čimbenicima koji utječu na odabir adekvatnog pravca rasta i razvoja određenog poduzeća. Ovisno o načinu provedbe strategija rasta i razvoja moguće je razlikovati strategije internog i eksternog rasta.<sup>59</sup>

### **3.1. Strategije internog rasta i razvoja**

Interni ili organski rast i razvoj podrazumijeva postizanje željene promjene strateškog položaja poduzeća isključivo vlastitim resursima. Time se značajno razlikuje od eksternog rasta koji podrazumijeva bilo vlasničku integraciju bilo strateško povezivanje s drugim poduzećima. Drugim riječima, radi se o potpunom oslanjanju poduzeća na vlastite kompetencije postizanja rasta i razvoja. Postoje različiti načini provedbe organskog rasta i razvoja koji se mogu obuhvatiti sljedećim strategijama ili opisnim modelima internog rasta, to su:<sup>60</sup>

- a) Ansoffova matrica,
- b) Greinerov model,
- c) Investicije u nove djelatnosti, nove kapacitete i proširenje postojećih, te
- d) Ekspanzija, modernizacija i internacionalizacija.

Zajedničko svim strategijama internog rasta su prednosti koje one donose za poduzeće, a one se očituju u jačanju unutarnjih sposobnosti, prilagodbi rasta i razvoja potrebama poduzeća te u potpunom nadzoru nad imovinom i tehnologijom poduzeća. S druge strane, nedostaci internog rasta općenito su vezani uz visoke troškove, nesigurnost rezultata te uz ograničenja internog

---

<sup>58</sup> Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 109-125.

<sup>59</sup> Ibid.,

<sup>60</sup> Ibid.,

rasta. Također, organski rast predstavlja značajno sporiji oblik rasta pa ga je često ipak potrebno kombinirati s različitim oblicima eksternog rasta.<sup>61</sup>

### 3.1.1. Ansoffova matrica

Ansoffova matrica predstavlja iznimno koristan model strategijskog planiranja i određivanja načina postizanja internog rasta i razvoja, a naziva se još i matrica proizvod/tržište ili matrica diverzifikacije. Prema Ansoffu strategije eksternog rasta određene su dvjema varijablama rasta, proizvodom i tržištem. Pri tom, svaka varijabla može poprimiti dva stanja, postojeće ili sadašnje te novo ili buduće. Time se razlikuju četiri stanja pomoću kojih je moguće odrediti i četiri različite strategije internog rasta, to su<sup>62</sup>:

- a) strategija penetracije tržišta,
- b) strategija razvoja proizvoda,
- c) strategija razvoja tržišta, te
- d) strategija diverzifikacije.

Penetracija tržišta predstavlja strategiju rasta posutojećim proizvodima na postojećem tržištu. Cilj takve strategije je povećanje tržišnog udjela i jačanje konkurentskog položaja na sadašnjem tržištu a karakterizira ju nizak rizik te snažno povećanje prodaje koje se može ostvariti jačanjem promidžbe ili znatnim snižavanjem cijena proizvoda.<sup>63</sup>

Strategija razvoja proizvoda odnosi se na strategijsku opciju zamjene postojećih proizvoda bilo novim bilo modificiranim proizvodima, ali na postojećem tržištu. Pod razvojem proizvoda moguće je podrazumjevati različite postupke koji sežu od dodavanja novih obilježja postojećim proizvodima sve do uvođenja novih, posve različitih proizvoda koji unatoč promjeni ne mijenjaju određenje postojećeg tržišta ili industrije.<sup>64</sup>

Obrnutu situaciju predstavlja razvoj tržišta koji obuhvaća usmjerenje traženja novih tržišta za postojeće proizvode. Pri čemu poduzeće može rast i razvoj usmjeriti zemljopisno novim tržištima ili se može orijentirati na nove tržišne segmente, Neovisno o usmjerenju, u slučaju strategije razvoja tržišta poduzeće će proizvoditi jednak asortiman proizvoda koristeći se

---

<sup>61</sup> Sikavica, N., Šiber F., Vokić, N. (2008). Temelji menadžmenta. Školska knjiga, Zagreb, str. 237-265.

<sup>62</sup> Fućkan, Đ., Sabol, A. (2013). Planiranje poslovnih dometa. Hum naklada, Zagreb, str. 244-247.

<sup>63</sup> Ibid.,

<sup>64</sup> Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 109-125.

jednakim znanjem i tehnologijama proizvodnje, a nerijetko i jednakim postrojenjima i tvornicama.<sup>65</sup>

Konačno, strategija diverzifikacije predstavlja inovativno strategijsko usmjerenje obzirom da podrazumijeva i novi proizvodni asortiman i novo tržište. Ona u okviru internog rasta predstavlja krajnju opciju visokog rizika, a uvjetovana je nemogućnošću postizanja rasta i razvoja postojećom kombinacijom proizvoda i tržišta.<sup>66</sup> Nadalje, moguće je razlikovati dvije osnovne i znatno različite vrste diverzifikacije. Time se razlikuju koncentrirana ili povezana i konglomeratska diverzifikacija. Pri tome se koncentrirana diverzifikacija odnosi na ulazak u djelatnosti koje su donekle povezane s prvotnom djelatnošću poduzeća. To se može odnositi na istovjetnu tehnologiju ili menadžerski *know how*, jednake kanale distribucije, potrebu za jednakim sirovinama ili dobavljačima ili čemu drugom. Konglomeratska diverzifikacija s druge strane podrazumijeva ulazak u nesrodne djelatnosti bez zajedničkih spona i poveznica s postojećom djelatnošću poduzeća.<sup>67</sup>

### 3.1.2. Greinerov model

Greinerov model rasta predstavlja važan analitički okvir kojim je moguće diferencirati različite faze rasta i razvoja poduzeća. Važno je napomenuti kako, za razliku od Ansoffove matrice rasta Greinerov model ne nudi egzaktnu strategije postizanja internog rasta i razvoja. Unatoč tome njegova važnost proizlazi iz sveobuhvatnosti modela kojim se detaljno opisuju različite faze rasta ili evolucije i njima pripadajuće faze krize ili revolucije.

Greiner polazi od pretpostavke kako rast poduzeća prije svega ovisi o veličini poduzeća mjerenom brojem zaposlenih i veličinom prihoda od prodaje, starosti poduzeća te stopi rasta industrije u kojoj se odnosno poduzeće nalazi. Nadalje, prema Greineru razlikuju se pet faza rasta primarno određenih prema dominantom stilu menadžmenta i obliku organizacijske strukture nužne za ostvarivanje rasta. Također, nakon svake faze rasta Greiner određuje faze krize koje predstavljaju prevladavajući problem koji je nužno prebroditi kako bi poduzeće nastavilo rasti u sljedećoj fazi. Važno je napomenuti kako je svaka faza rezultat prethodne i uzrok sljedeće faze. Drugim riječima, dominantan stil menadžmenta i njemu pripadajući oblik organizacijske strukture određene faze uvijek se donosi kao odgovor na dominantan problem

---

<sup>65</sup> Ibid.,

<sup>66</sup> Fučkan, Đ., Sabol, A. (2013). Planiranje poslovnih dometa. Hum naklada, Zagreb, str. 244-247.

<sup>67</sup> Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 109-125.

prethodne faze, a istovremeno predstavlja i izvor dominantnog problema nadolazeće faze. Prema tome moguće je razlikovati pet faza rasta praćenih kriznim fazama uključujući.<sup>68</sup>

- a) rast kroz kreativnost kao uzrok krize vodstva,
- b) rast kroz usmjeravanje kao uzrok krize autonomije,
- c) rast kroz delegiranje kao uzrok krize kontrole,
- d) rast kroz koordinaciju kao uzrok krize birokracije, te
- e) rast kroz suradnju.

Obzirom da je pri nastanku poduzeća naglasak na kreaciji kako proizvoda tako i tržišta, rast kroz kreativnost predstavlja prvu fazu rasta Greinerova modela. Poduzeća u toj, početnoj fazi rasta određena su nerazvijenom i ravnom organizacijskom strukturom, poduzetničkim usmjerenjem vlasnika, čestom i neformalnom komunikacijom među zaposlenima te donošenjem odluka isključivo od strane vlasnika i na temelju povratnih informacija sa tržišta. Rastom poduzeća uz orijentaciju menadžmenta na razvijanje kreativnosti dolazi do sukobljavanja poduzetništva i menadžmenta unutar poduzeća što u konačnici dovodi do krize vodstva koja se očituje u potrebi uvođenja profesionalnog menadžmenta u poduzeće.<sup>69</sup>

Time u sljedećoj fazi rasta nazvanoj rast kroz usmjeravanje dolazi do odvajanja glavnih funkcija u poduzeću poput marketinga, računovodstva i prodaje čime se formira jednostavna funkcionalna organizacijska struktura, komunikacija postaje formalnija te se formira jasna hijerarhija poslova i pozicija. Dodatnim rastom poduzeća, a time i njegove kompleksnosti dolazi do krize autonomije koja se prvenstveno očituje u problemu hijerarhije u kojoj menadžeri nižih ne mogu donositi vlastite poslovne odluke.<sup>70</sup>

Takva kriza može se prebroditi delegiranjem prava donošenja odluka i povećanjem decentralizacije u poduzeću. U toj fazi rasta nazvanoj rast kroz delegiranje vrhovni menadžment ovlašćuje srednji i niži menadžment za donošenje i provođenje taktičkih i operativnih odluka. Unatoč tome, nužno delegiranje zadataka i odgovornosti dodatnim rastom uzrokuje smanjenje kontrole od strane vrhovnog menadžmenta čime nastaje kriza kontrole.<sup>71</sup>

---

<sup>68</sup> Greiner, L. E. (1998). Evolution and Revolution as Organizations Grow, Harvard Business Review. Dostupno na: <https://hbr.org/1998/05/evolution-and-revolution-as-organizations-grow> [04.08.2019]

<sup>69</sup> Jones, G. R. (2003). Organizational Theory, Design, and Change: Text and Cases, 4th edition. Prentice Hall, New Jersey, USA, str. 350-354.

<sup>70</sup> Ibid.,

<sup>71</sup> Greiner, L. E. (1998). Evolution and Revolution as Organizations Grow, Harvard Business Review. Dostupno na: <https://hbr.org/1998/05/evolution-and-revolution-as-organizations-grow> [04.08.2019]

Tada je ostvarenje daljnjeg rasta moguće uz koordinaciju svih područja poslovanja što se ostvaruje boljim nadzorom troškova, centralizacijom zajedničkih aktivnosti i drugim mjerama usmjerenim na koordinaciju različitih poslovnih područja. Posljedično, povećanjem kontrole nad vlastitim poslovanjem dolazi i do problema pretjerane birokracije i formalizma.<sup>72</sup>

Povećan broj procedura i stroga pravila nužna za ovladavanjem velikim i kompleksnim poslovnim sustavom moguće je ovladati povećanom suradnjom unutar poduzeća. To se postiže uvođenjem matrične organizacijske strukture, podržavanjem timskog rada, dodatnim razvijanjem informacijsko-komunikacijskog sustava, intenziviranjem horizontalne komunikacije i drugim mjerama nužnim za stvaranje fleksibilnije organizacije.<sup>73</sup>

### 3.1.3. Investicije u nove djelatnosti, nove kapacitete i proširenje postojećih

Ulaganje vlastitih sredstava u izgradnju novih i proširenje postojećih kapaciteta najčešći je i po pravilu nezaobilazni oblik internog rasta i razvoja poduzeća. Kapacitet je općenito moguće promatrati kao maksimalnu količinu *outputa* koju poduzeće može proizvesti postojećom opremom u određenom vremenu. Takva definicija polazi od kapaciteta kao fizičke kategorije koja se određuje na temelju tehničkih karakteristika opreme. Za razliku od takve, fizičke definicije postoji i ekonomska definicija kapaciteta pod kojom se kapacitet određuje kao najpovoljniji stupanj iskorištenja kapaciteta s tehničkog i ekonomskog stajališta. Jednostavnije, prema ekonomskoj definiciji kapacitet predstavlja najveću razliku prihoda i rashoda.<sup>74</sup>

Prema tome, investicije u proširenje postojećih i izgradnju novih kapaciteta podrazumijevaju sva ulaganja vlastitih resursa u različite oblike imovine s ciljem povećanja kapaciteta. Primjer takvih investicija su ulaganja u zemljišta, zgrade, postrojenja, opremu, uređaje i instalacije ili transportna sredstva.<sup>75</sup>

Prilikom donošenja odluka o investiranju, neovisno radi li se o dodatnim ulaganjima u postojeće ili izgradnji novih kapacitea, potrebno povećanje kapaciteta prvenstveno će se odrediti na temelju predviđene potražnje za odnosnim proizvodima. U slučaju pogrešne procjene pretjerano investiranje u kapacitete uzrokovati će porast fiksnih troškova koji će u

---

<sup>72</sup> Ibid.,

<sup>73</sup> Jones, G. R. (2003). *Organizational Theory, Design, and Change: Text and Cases*, 4th edition. Prentice Hall, New Jersey, USA, str. 350-354.

<sup>74</sup> Grubišić, D., Mateljak, Ž. (2013). Međuovisnost zastupljenosti problema u planiranju kapaciteta i profitabilnost i konkurentnosti proizvodnih poduzeća. *Ekonomika misao i praksa*, br. 1, str 177-196.

<sup>75</sup> Jovanović, P. (2006). *Upravljanje investicijama*, šesto izdanje. Fakultet organizacionih nauka, Beograd, Srbija, str. 4-6.

konačnici rezultirati smanjenjem proizvodnje i neraspoloživošću proizvoda. Obrnuto, nedovoljnim investiranjem u kapacitete poduzeće automatski postaje nekonkurentno i također ne može zadovoljiti podcijenjenju potražnju za vlastitim proizvodima.<sup>76</sup>

Poseban oblik investicija u nove kapacitete predstavljaju tzv. *greenfield* investicije kao jedan od oblika izravnih stranih ulaganja (engl. *foreign direct investment* - FDI). Konkretno, pod pojmom *greenfield* investicija podrazumjevaju se ulaganja poduzeća u izgradnju nove poslovne infrastrukture izvan granica države u kojoj se nalazi sjedište poduzeća i u kojoj se donose ključne odluke.<sup>77</sup> Izuzev alternativnih geografskih tržišta, novi kapaciteti poslovanja mogu se također graditi i u sklopu djelatnosti temeljno različite od postojeće djelatnosti poduzeća. U tom slučaju radi se o investicijama u nove djelatnosti koje su obuhvaćene strategijom diverzifikacije u sklopu Ansoffove matrice rasta.<sup>78</sup>

#### 3.1.4. Ekspanzija, modernizacija i internacionalizacija

Ekspanzija poduzeća predstavlja strategijsku opciju internog rasta kojom poduzeće dodatno ojačava svoj strategijski položaj unutar postojeće djelatnosti. Provodi se intenziviranjem napora i aktivnosti da se sadašnjim i potencijalnim proizvodima i tržištima postigne rast i razvoj poduzeća zbog čega se naziva i strategijom intenzivnog rasta. U tom smislu, strategija ekspanzije ne predstavlja ništa drugo nego već spomenute strategije razvoja proizvoda i razvoja tržišta u okviru Ansoffove matrice rasta.<sup>79</sup> Time je moguće je razlikovati proizvodnu i tržišnu ekspanziju koje u konačnici predstavljaju širenje ili ulazak u nešto novo ili s nečim novim.<sup>80</sup>

Modernizacija kao svojevrsna strategija rasta predstavlja promjene u tehnici i tehnologiji proizvodnje kojima se povećava efikasnost i/ili efektivnost poslovanja. Cilj i rezultat modernizacije je povećanje produktivnosti. Time je modernizaciju moguće poistovjetiti s pojmom procesne inovacije koji podrazumijeva uvođenje novih i poboljšanih proizvodnih procesa odnosno tehnologije koja će to omogućiti. Važno je napomenuti kako se procesnu

---

<sup>76</sup> Grubišić, D., Mateljak, Ž. (2013). Međuovisnost zastupljenosti problema u planiranju kapaciteta i profitabilnost i konkurentnosti proizvodnih poduzeća. *Ekonomika misao i praksa*, br. 1, str. 177-196.

<sup>77</sup> Sisek, B. (2005). Strane izravne investicije u hrvatskoj - Uzroci neuspjeha. *Zbornik ekonomskog fakulteta*, 3(1), str. 90.

<sup>78</sup> Buble, M., et al. (2005). *Strateški menadžment*. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 109-125.

<sup>79</sup> Ibid.,

<sup>80</sup> Pintarić, J. (2010). Korporativne strategije poduzeća i obilježja menadžmenta ljudskih potencijala. *EFZG - serija članaka u nastajanju*, str. 7-8.

inovaciju ne smije izjednačavati s proizvodnom inovacijom koja obuhvaća uvođenje novih i poboljšanih proizvoda.<sup>81</sup>

Pojam internacionalizacije ili internacionalnog rasta općenito obuhvaća svaku ekonomsku aktivnost domaćeg poduzeća izvan granica vlastite države.<sup>82</sup> U slučaju internog rasta, internacionalizacija se može odnositi na geografsku ekspanziju kao oblika strategije tržišne ekspanzije ili na investicije u kapacitete izvan granica države poput ranije spomenutih *greenfield* investicija. Postoje različiti motivi za internacionalni rast poduzeća, a moguće ih je razlikovati kao aktivne, reaktivne, oportunistne te poduzetničke motive. Aktivni motivi (engl. *pull factors*) primarno se odnose na privlačnost stranih tržišta i profitne mogućnosti koje ona nude. Za razliku od njih, reaktivni motivi (engl. *push factors*) obuhvaćaju problematičnosti domaćeg tržišta koja "guraju" poduzeće na internacionalni rast. Oportunistni motivi (engl. *chance factors*) predstavljaju specifičan oblik aktivnih motiva uzrokovanih jedinstvenom prilikom na stranom tržištu. Konačno, poduzetnički motivi (engl. *enterprenurial factors*) za internacionalizacijom proizlaze iz traženja novih prilika u inozemstvu neovisno o okolnostima bilo domaćeg bilo inozemnog tržišta.<sup>83</sup>

### 3.2. Strategije eksternog rasta i razvoja

Ukoliko poduzeća ne mogu ili iz određenih razloga ne žele rasti i razvijati se isključivo vlastitim snagama i resursima tada na raspolaganju imaju raznovrsne strategije eksternog rasta. Tim strategijama omogućava se značajno brži rast i razvoj uz manju ovisnost o vlastitim resursima, ali uz znatno viši rizik nego što to uvjetuje interni rast i razvoj. Moguće je razlikovati dvije osnovne strategijske opcije postizanja eksternog rasta i razvoja, to su:<sup>84</sup>

- a) strateški savezi, te
- b) fuzije i akvizicije.

Zajdničko navedenim strategijama eksternog rasta je da poduzeće ostvaruje određeni poslovni odnos s drugim poduzećima. Unatoč tome, one se značajno razlikuju. Naime, poduzeća koja suradnju ostvaruju ulaskom u strateške saveze ostaju formalno neovisna jedna o drugom, dok u slučaju fuzija ili akvizicija u sklopu kojih dolazi do određenog oblika vlasničke integracije

---

<sup>81</sup> Rupčić, N. (2016). Upravljačka ekonomika: Teorija i praksa. Ekonomski fakultet, Rijeka, str. 121-125.

<sup>82</sup> Knežević, B., Wach, K. (2014). International Business From the Central European Perspective. University of Zagreb - Faculty of Economics and Business, str. 7-8.

<sup>83</sup> Ibid.,

<sup>84</sup> Sikavica, N., Šiber F., Vokić, N. (2008). Temelji menadžmenta. Školska knjiga, Zagreb, str. 237-265.

prvotno neovisnih poduzeća to nije moguće. Također, za razliku od fuzija ili spajanja, udruživanjem u strateške saveze poduzeća zadržavaju samostalnu strategiju kao i vlastite poslovne interese i ciljeve.<sup>85</sup>

### 3.2.1. Strateški savezi

Strateški savezi kao oblik eksternog rasta predstavljaju pokušaj njegova ostvarenja ulazeći u kooperativne aranžmane s drugim poduzećima. U svrhu postizanja zajedničkih i pojedinačnih ciljeva rasta i razvoja poduzeća angažiraju i dijele vlastita znanja, umijeća i/ili resurse. Drugim riječima, ulaskom u strateške saveze poduzeća nastoje koristiti umijeća i snage partnera kako bi podržala, osigurala i proširila vlastite konkurentske prednosti kao izvore budućeg rasta i razvoja.<sup>86</sup>

Strateške saveze mogu osnivati poduzeća iz srodnih ili različitih djelatnosti. U sklopu toga moguće je povezivanje s konkurentima, dobavljačima te kupcima. Naviše, poduzeća koja ulaskom u saveze postaju partneri u određenom poslu, mogu ostati konkurenti u nekom drugom. Time strateški savezi nerijetko podrazumijevaju suradnju poduzeća na jednom te konkurenciju ili natjecanje na drugom tržišnom segmentu.<sup>87</sup>

Postoje različiti oblici ili vrste strateških saveza. Najvažniju podjelu čini kategorizacija strateških saveza prema načinu stvaranja vrijednosti čime se razlikuju kooperacijski, kospecijalizacijski te savezi zasnovani na učenju. Kooperacijski strateški savezi podrazumijevaju povezivanje konkurenata, stvarnih i potencijalnih, čime se ostvaruje kritična masa potrebna za efikasnu konkurentsku utakmicu. Takvim povezivanjem, poduzeća nedovoljno jaka za samostalno konkuriranje na tržištu mogu ostvariti ciljeve poput zauzimanja (zajedničke) liderske pozicije ili barem ugrožavanje snage postojećeg lidera na tržištu. Za razliku od kooperacije koja podrazumijeva dijeljenje sličnih resursa, kospecijalizacija obuhvaća stvaranje vrijednosti dijeljenjem i spajanjem prije razdvojenih i različitih resursa, vještina i znanja. Kospecijalizacija svojevrsno predstavlja modernu podjelu rada unutar saveza pri čemu se svaki od partnera specijalizira za jedan dio procesa stvaranja vrijednosti pridonoseći time povećanju vlastite efikasnosti, ali i efikasnosti cijelog saveza odnosno svih partnera u njemu. Primjer kospecijalizacije je stvaranje saveza između globalne i lokalne kompanije u sklopu kojeg

---

<sup>85</sup> Tipurić, D., Markulin, G. (2002). Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentske prednosti. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 16-18.

<sup>86</sup> Ibid.,

<sup>87</sup> Ibid.,



lokalno poduzeće pridonosi nužnim poznavanjem lokalnog tržišta, dok globalna kompanija sudjeluje znanjima, vještinama i resursima nužnima za povećanje efikasnosti proizvodnje. Konačno, savezi zasnovani na učenju odnose se na povezivanje poduzeća motivirano međusobnim dijeljenjem znanja i vještina koja poduzeća ne mogu razviti vlastitim razvojem sposobnosti ili kupnjom tehnologije. Takvo povezivanje se primjerice može odnositi na znanja i vještine koja su zemljopisno koncentrirana za određeno područje.<sup>88</sup>

Nadalje, prema broju članova u savezu moguće je razlikovati bilateralne i multilateralne strateške saveze, dok oni mogu biti sklopljeni kao domaći i međunarodni ovisno o tome povezuju li se poduzeća iz jedne ili više država. Također, strateški savezi mogu biti sklopljeni kao intraindustrijski ili interindustrijski. Prema tome moguće je razlikovati vertikalne strateške saveze koji nastaju između kupaca i dobavljača, horizontalne strateške saveze koji nastaju povezivanjem konkurenata u istoj industriji te dijagonalne strateške saveze ukoliko se radi o kooperaciji poduzeća iz različitih industrija.<sup>89</sup>

Važno je napomenuti kako strateški savezi predstavljaju samo jedan od mogućih oblika strateškog povezivanja između neovisnih poduzeća. Kao najčešći drugi strateški oblici povezivanja mogu se izdvojiti:<sup>90</sup>

- a) licenca prema kojoj određeni, uglavnom inozemni partner daje poduzeću određena prava poput uporabe brenda, dizajna ili poslovnog programa na određenom tržištu zahtjevajući određene naknade,
- b) franšiza koja predstavlja podvrstu licence značajnu za sektor usluga, a uglavnom je vezana za hotelijerstvo, restorane brze prehrane te najam automobila,
- c) klaster koji čine međusobno umrežena poduzeća kojima se koncentriraju ekonomske aktivnosti određene regije ili države,
- d) konzorcij koji predstavlja udruživanje poduzeća i drugih organizacija poradi zajedničkog financiranja specifičnog projekta ili posla za koji svako poduzeće samostalno ne bi imalo interes niti bi ga moglo provesti,
- e) kartel kao horizontalno povezivanje konkurenata s krajnjim ciljem ostvarivanja monopola,

---

<sup>88</sup> Tipurić, D. Markulin, G. (2002). Partnership, networks, alliances - New strategic opportunities for croatian firms. Podravina: časopis za multidisciplinarna istraživanja, 1(1), str. 31-44.

<sup>89</sup> Tipurić, D., Markulin, G. (2002). Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentne prednosti. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 89-93.

<sup>90</sup> Horvat, Đ., Perković, D., Trojak, N. (2012). Strategijsko upravljanje i konkurentnost u novoj ekonomiji. Edukator, Zagreb, str. 68-74.

- f) keiretsu koji predstavlja oblik povezivanja u kojem poduzeća surađuju u različitim područjima pri čemu svako poduzeće radi isključivo u interesu grupe zanemarujući vlastite ciljeve, te
- g) zajedničko ulaganje što se odnosi na udruživanje poduzeća koji često podrazumijeva i stvaranje novog poduzeća kao instrumenta ostvarenja zajedničkog cilja ili projekta.

Obzirom da strateški savezi ne predstavljaju jednoznačno određenu kategoriju strateškog povezivanja, time je otežano njihovo razlikovanje od drugih navedenih i ostalih oblika strateškog povezivanja. Kao temelj takvog razlikovanja može se uzeti u obzir da strateške saveze uvijek obilježavaju dvije specifičnosti koje se mogu ali i ne moraju odnositi i na ostale oblike udruživanja samostalnih poduzeća, a to su velika nesigurnost i dvosmislenost. Velika nesigurnost ogleda se u neizvjesnosti rezultata koji će savez donjeti, dok se dvosmislenost odnosi na mogućnost već spomenutog paradoksa pojave i kooperacije i konkurencije među poduzećima određenog strateškog saveza.<sup>91</sup>

### 3.2.2. Fuzije i akvizicije

Eksponencijalan, brz i agresivan rast i razvoj poduzeća ostvariv je ponajviše fuzijama ili spajanjem (engl. *merger*) i akvizicijama ili preuzimanjem (engl. *acquisitions*). Kao takve, fuzije i akvizicije predstavljaju veliku priliku, ali i rizik za poduzeća koja se odluče na takav način rasta i razvoja. Takvo mišljenje proizlazi iz činjenice kako fuzije i akvizicije podrazumijevaju izrazito dinamične i kompleksne procese u sklopu kojih je donošenje višemilijunske neizvjesne odluke o fuziji ili akviziciji moguće u samo nekoliko tjedana, dok će se nepovratne posljedice takvih odluka provlačiti godinama nakon što su donesene.<sup>92</sup>

---

<sup>91</sup> Tipurić, D., Markulin, G. (2002). Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentske prednosti. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 14-16.

<sup>92</sup> Bruner, R. F., Perella, J. R. (2004). Applied mergers and acquisitions. Wiley, New Jersey, USA, str 3-12.

#### 4. FUZIJE I AKVIZICIJE

Trendovi fuzija i akvizicija nametnuli su se kao jedno od glavnih obilježja suvremenog poslovanja. Značajnije poboljšanje konkuretske pozicije poduzeća postalo je gotovo nemoguće postići bez uključivanja i takvih poslovnih kombinacija. Time fuzioniranje ili akviriranje sve više postaje sredstvo preživljavanja poduzeća na tržištu nego instrument ovladavanja tržišta. Broj provedenih spajanja i preuzimanja kontinuirano se povećava, kako po volumenu tako i vrijednosno. Također, s porastom broja fuzija i akvizicija povećava se i broj onih neuspjelih. Neuspješna fuzija ili akvizicija može biti uzrokovana mnogim čimbenicima poput pogrešnih motiva spajanja ili preuzimanja kao pogrešaka menadžmenta i vlasnika konkretnog poduzeća, ali i promjenom tržišnih uvjeta na koje poduzeće nije moglo utjecati.<sup>93</sup>

##### 4.1. Pojmovno određenje fuzija i akvizicija

Poslovne kombinacije koje podrazumijevaju prodaju dijela ili cjelokupnog poslovanja određenog poduzeća dijele se na fuzije i akvizicije. Pritom se fuzija ili spajanje tipično odnosi na udruživanje dvaju ili više poduzeća sa svrhom nastajanja jednog, zajedničkog poduzeća. Dok akvizicija ili preuzimanje obično podrazumijeva kupnju određene imovine, određenog poslovnog segmenta ili čak cijelog poduzeća od strane drugog poduzeća. Površinski gledano, precizno razlikovanje navedenih pojmova možda i nije od presudne važnosti. Naime, obje kombinacije podrazumijevaju poslovanje dvaju ili više poduzeća prethodno različitih i neovisnih vlasnika pod istim krovom. Unatoč tome, strateške, financijske, porezne ili čak kulturalne posljedice fuzija i akvizicija na uključena poduzeća i samu transakciju značajno se razlikuju.<sup>94</sup>

Važno je napomenuti kako se u obje poslovne kombinacije obvezno pojavljuju dvije strane. S jedne strane je poduzeće koje preuzima ili pripaja drugo poduzeće ili dio tog poduzeća, odnosno kupac (engl. *acquirer*), dok drugu stranu predstavlja akvizicijska meta (engl. *target company*) koja se odnosi na poduzeće ili dio poduzeća koje se preuzima ili pripaja kupcu.<sup>95</sup>

Prema tome, akvizicija se u slučaju kupnje dionica akvizicijske mete odnosi na kupnju kontrolnog interesa akviriranog poduzeća od strane kupca. Kupnja kontrolnog interesa

---

<sup>93</sup> Rupčić, N. (2003). Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu. *Ekonomika istraživanja*, 16(2), str. 1-5.

<sup>94</sup> Sherman A. J. (2018). *Mergers and Acquisition from A to Z*, 3rd edition. Amacom, New York, USA, str. 2-3.

<sup>95</sup> CFA Institute. (2011). *Corporate finance (CFA Program curriculum level II volume 3)*. Pearson custom publishing; CFA Institute, Virginia, USA, str. 276-279.

označava pridobivanje minimalno 50% dionica s pravom glasa. Pri tome je kupac uobičajeno znatno veće i tržišno jače poduzeće od akviriranog poduzeća koje akvizicijom postaje sastavni dio kupca. Pri tome akvirirano poduzeće može zadržati vlastito ime poslujući unutar novog poduzeća odnosno grupe, ali ono pretežito gubi poslovnu samostalnost obzirom da više ne provodi samostalnu i vlastitu strategiju, već strategiju kupca odnosno njegove grupe.<sup>96</sup> U praktičnom smislu, gubitak poslovne i strateške samostalnosti akviriranog poduzeća ne predstavlja nužni uvjet akvizicije. Takav primjer često predstavljaju akvizicije privatnih investicijskih fondova (engl. *private equity funds*) kao značajnih kupaca pouzdeća na globalnom tržištu koji prilikom akvizicije određenog poduzeća ne moraju inzistirati na značajnim strateškim promjenama niti na usklađivanju poslovanja akviriranog poduzeća s poslovanjem drugih, uglavnom brojnih poduzeća kojima su valnici.

Za razliku od akvizicija pri kojima jedno poduzeće kupuje drugo te nastavlja poslovati integrirajući akvirirano poduzeće u svoj sustav, fuzije se odnose na udruživanja dvaju ili više poduzeća. Time nastaje novo poduzeće, a prije samostalna poduzeća prestaju postojati.<sup>97</sup> Ime fuzijom novostvorenog poduzeća najčešće će obuhvaćati imena do tada samostalnih poduzeća.<sup>98</sup> Fuzija time predstavlja samo jedan oblik akvizicije pri čemu kupac i akvizicijska meta nužno prestaju postojati kao zasebni legalni entiteti stvarajući novo poduzeće. Obzirom na takvo poimanje fuzije i svrhu ovoga rada, u nastavku će se koristiti zajedničkim pojmom akvizicije ili preuzimanja dok će se u slučaju potrebe razlikovanja fuzija od akvizicija ta razlika i naglasiti.

#### **4.2. Klasifikacije fuzija i akvizicija**

U praktičnom smislu gotovo je nemoguće ili barem jako teško pronalaženje dvije akvizicije koje bi se mogle okarakterizirati kao slične. Takvo stajalište proizlazi iz kompleksnosti procesa i faza koje ta poslovna kombinacija obuhvaća. Unatoč tome, postoji opravdana klasifikacija akvizicija nužna za njezino dublje razumijevanje. Prema tome moguće je razmatrati različite oblike i vrste akvizicija.

---

<sup>96</sup> Filipović, D. (2012). Izazovi integracijskih procesa: Rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 17-23.

<sup>97</sup> Ibid.,

<sup>98</sup> Tipurić, D., Markulin, G. (2002). Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentske prednosti. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 14-16.

#### 4.2.1. Oblici fuzija i akvizicija

Akvizicije se mogu razlikovati prema oblicima integracije akviriranog poduzeća u vlastiti poslovni sustav. Shodno tome moguće je izdvojiti tri oblika akvizicija uključujući:<sup>99</sup>

- a) statuarne akvizicije (engl. *statutory acquisition*) pri čemu akvirirano poduzeće prestaje postojati kao poslovni subjekt, a sva prava i obveze akviriranog poduzeća postaju dijelom kompanije koja je odnosno poduzeće akvirirala,
- b) subsidiarne akvizicije (engl. *subsidiary acquisition*) odnose se na situaciju kada akvirirano poduzeće postaje podružnicom kupca što je čest slučaj kada akvirirano poduzeće posjeduje snažan brend ili je visoko prepoznato među potrošačima, te
- c) konsolidaciju (engl. *consolidation*) u sklopu koje oba poduzeća usljed fuzije i stvaranja novog poduzeća prestaju postojati kao zasebni poslovni subjekti, korištenje pojma konsolidacije primjerenije je od pojma fuzije ukoliko se radi o udruživanju poduzeća približno jednake veličine.

Također, akvizicije se ovisno o stavu menadžmenta akvizicijske mete mogu označiti kao prijateljske ili neprijateljske poslovne kombinacije. Time prijateljsko preuzimanje (engl. *friendly takeover*) predstavlja akviziciju prilikom koje se menadžment akvizicijske mete ne opire ili je čak naklonjen ideji prodaje poduzeća. U suprotnom slučaju, ukoliko se menadžment poduzeća ne slaže s odlukom prodaje poduzeća, preuzimanje se smatra neprijateljskim (engl. *hostile takeover*).<sup>100</sup>

Konačno, različite oblike akvizicija moguće je odrediti ovisno o tome imaju li one nacionalna ili internacionalna obilježja. Tako će se akvizicija u kojoj sudjeluju dva poduzeća iz iste države okarakterizirati kao domaće preuzimanje (engl. *domestic takeover*), dok će akvizicija koja uključuju poduzeća iz namjanje dviju država predstavljati prekogranično preuzimanje (engl. *cross-border takeover*).<sup>101</sup>

---

<sup>99</sup> CFA Institute. (2011). Corporate finance (CFA Program curriculum level II volume 3). Pearson custom publishing; CFA Institute, Virginia, USA, str. 276-279.

<sup>100</sup> Auerbach, A. J. (1988). Corporate Takeovers: Causes and Consequences. University of Chicago Press, Chicago, USA, str. 101-136.

<sup>101</sup> Filipović, D. (2012). Izazovi integracijskih procesa: Rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 17-23.

#### 4.2.2. Vrste fuzija i akvizicija

Navedeni oblici akvizicija uvijek odnositi će se i na različite vrste poslovnih kombinacija. Ovisno o djelatnosti poduzeća uključenih u preuzimanje moguće je razlikovati sljedeće vrste akvizicija:<sup>102</sup>

- a) horizontalne akvizicije,
- b) vertikalne akvizicije, te
- c) konglomeratske akvizicije.

Horizontalne akvizicije odnose se na preuzimanja unutar određene djelatnosti (npr. unutar djelatnosti proizvodnje namještaja) odnosno među konkurentima. Kao glavni motivi takvih poslovnih kombinacija mogu se navesti potencijalne sinergije koje se očituju smanjenjem operativnih troškova usljed povećanja ekonomije obujma te porast tržišne ili pregovaračke moći koja povećava prodaju i profitabilnost.<sup>103</sup>

Vertikalnim akvizicijama poduzeća ulaze u nove poslovne segmente ili faze poslovnog procesa kojem pripadaju. Primjerice ukoliko je kupac proizvođač namještja, a preuzima poduzeće koje se bavi distribucijom namještaja. Time kupac u konačnici preuzima poduzeće koje ga slijedi u poslovnom procesu. Navedeni primjer predstavlja vertikalnu integraciju “prema naprijed” (engl. *forward vertical integration*). U slučaju kada bi proizvođač namještaja preuzeo poduzeće koje se bavi preradom drva, isti bi akvirirao poduzeće koje mu ptehodi u poslovnom procesu što je primjer vertikalne integracije “prema nazad” (engl. *backward vertical integration*).<sup>104</sup> Iz navedenih primjera vidljivo je kako se vertikalna integracija može, ali i ne mora odnositi na poslovne kombinacije u sklopu iste industrije. Neovisno o mogućem smjeru vertikalne integracije, kao glavni cilj takve vrste fuzija i akvizicija može se odrediti postizanje bolje kontrole poslovnog procesa.<sup>105</sup>

Konačno, konglomeratsko preuzimanje određeno je akviriranjem poduzeća iz različitih srodnih ili nesrodnih industrija. Time poduzeća uključena u akviziciju nisu niti konkurenti niti imaju

---

<sup>102</sup> Caughan, P. A. (2017). *Mergers, acquisitions & corporate restructurings*, Wiley Corporate F&A, Wiley, New Jersey, USA, str. 13-14.

<sup>103</sup> Filipović, D. (2012). Izazovi integracijskih procesa: Rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza. Sinergija nakladništvo, Zagreb, str. 24-31.

<sup>104</sup> Ibid.,

<sup>105</sup> Caughan, P. A. (2017). *Mergers, acquisitions & corporate restructurings*, Wiley Corporate F&A, Wiley, New Jersey, USA, str. 13-14.

odnos prodavač-kupac. Glavni motiv za konglomeratskim preuzimanjem poduzeća je u diverzifikaciji poslovanja koja u konačnici rezultira i diverzifikacijom rizika.<sup>106</sup>

### **4.3. Motivi za fuzije i akvizicije**

Obzirom da akvizicije predstavljaju jedan od oblika strategije rasta i razvoja poduzeća tada bi se postizanje istog moglo odrediti kao glavni cilj takvih poslovnih kombinacija. Međutim, određenje motiva za provođenjem fuzija i akvizicija zahtjeva konkretnije određenje, dok bi svaki od navedenih motiva u konačnici trebao biti komplementaran cilju rasta i razvoja poduzeća.

#### **4.3.1. Osnovni motivi za fuzije i akvizicije**

Odabir motiva za fuziju i akviziciju također predstavlja i prvu fazu samog procesa spajanja ili preuzimanja. Iako se na strani kupca može pojaviti velik broj specifičnih motiva, poticaji za preuzimanje ili spajanje poduzeća najčešće se mogu svesti na:<sup>107, 108</sup>

- a) realizaciju sinergija,
- b) podcijenjenost akvizicijske mete,
- c) povećanje tržišnog udjela,
- d) osiguravanje ključnih kompetitivnih prednosti i resursa,
- e) diverzifikaciju poslovanja,
- f) ostvarivanje internacionalnih poslovnih ciljeva,
- g) porezne olakšice,
- h) loše upravljanje potencijalnom metom, te
- i) osobne interese menadžmenta.

Mogućnost realizacije sinergija prilikom preuzimanja svakako je jedan od najvažnijih motiva ulaska u takvu poslovnu kombinaciju. Realizacija sinergijskih potencijala podrazumijeva postizanje vrijednosti novog poduzeća veće od sume vrijednosti pojedinačnih poduzeća prije akvizicije. Prema izvorima sinergijskih potencijala sinergije mogu biti operativne i financijske.

---

<sup>106</sup> Ibid.,

<sup>107</sup> CFA Institute. (2011). Corporate finance (CFA Program curriculum level II volume 3). Pearson custom publishing; CFA Institute, Virginia, USA, str. 279-285.

<sup>108</sup> Damodaran, A. (2008). Acquisitions and takeovers. Handbook of finance, Volume 2, Investment Management and Finance Management, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, str. 885-888.

Operativne sinergije uključuju smanjenje operativnih troškova usljed postizanja ekonomije obujma na području istraživanja i razvoja, nabave, proizvodnje, prodaje i marketinga, distribucije i administrativnih poslova i slično. Dodatno, operativne sinergije može donjeti i snažniji rast prihoda uzrokovan spajanjem proizvodnih portfelja kupaca i akvizicijske mete, povećanjem tržišnog udjela i/ili povećanjem cijena zbog smanjenja konkurencije. S druge strane, financijske sinergije mogu biti uzrokovane poreznim uštedama ili većim kapacitetom i boljim uvjetima zaduživanja nakon akvizicije.<sup>109</sup>

Ukoliko se poduzeće smatra podcijenjenim na tržištu kapitala, ubrzo može postati akvizicijskom metom. U tom slučaju, potencijalni kupac primarno je motiviran postizanjem niže kupoprodajne cijene uzrokovane podcijenjenom vrijednošću akvizicijske mete. Unatoč tome, ukoliko se radi o strateškom partneru, potencijalni kupac će obično razmotriti i druge motive za spajanje ili preuzimanje.<sup>110</sup>

Povećanje tržišnog udjela tipičan je motiv horizontalne integracije. Pri tome, u slučaju malobrojne konkurencije na tržištu povećanje tržišnog udjela može znatno utjecati na tržišne cijene, dok u krajnjem slučaju otvara i mogućnost postizanja monopola.<sup>111</sup>

Poduzeća često ulaze u akvizicije kako bi postigle kompetitivne prednosti kojima raspolaže akvizicijska meta te kako bi osigurale nedostajuće resurse važne za obavljanje primarne djelatnosti. Takvi resursi i kompetencije mogu se odnositi na snažan odjel istraživanja i razvoja, intelektualni kapital ili pak spretnu prodajnu snagu.<sup>112</sup>

Motiv za diverzifikaciju poslovanja odnosno za ulazak u nove djelatnosti koje ne koreliraju sa sadašnjom djelatnošću kupca proizlazi iz pokušaja smanjenja rizika ukupnog poslovanja usljed promjene ekonomskih ciklusa. Pritom je menadžment poduzeć usmjeren osiguranju kontinuiteta poslovanja u uvjetima kada jedna gospodarska grana bilježi pad aktivnosti, a druga ostvaruje stabilnost ili rast u poslovanju.<sup>113</sup>

Prekogranične poslovne kombinacije omogućavaju poduzećima ostvarenje višestrukih ciljeva. To se može odnositi na iskorištavanje distribucijskih kanala akvizicijske mete za lakši plasman

---

<sup>109</sup> CFA Institute. (2011). Corporate finance (CFA Program curriculum level II volume 3). Pearson custom publishing; CFA Institute, Virginia, USA, str. 279-285.

<sup>110</sup> Damodaran, A. (2008). Acquisitions and takeovers. Handbook of finance, Volume 2, Investment Management and Finance Management, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, str. 885-888.

<sup>111</sup> Ibid.,

<sup>112</sup> CFA Institute. (2011). Corporate finance (CFA Program curriculum level II volume 3). Pearson custom publishing; CFA Institute, Virginia, USA, str. 279-285.

<sup>113</sup> Ibid.,



vlastitih proizvoda, geografsku diverzifikaciju prihoda, potencijalno smanjenje troškova preuzimanjem poduzeća iz zemlje s jeftinijom radnom snagom ili superijornijom tehnologijom. Također, prekogranične poslovne kombinacije mogu omogućiti zaobilazanje rigidnih zakona zemlje u kojoj akvizicijska meta posluje vezanih za vanjskotrgovinska ograničenja.<sup>114</sup>

Iskorištavanje poreznih olakšica koje nosi akvirirana kompanija ponekad može biti važan motiv za akviziciju. Naime, preuzimanjem akvizicijske mete sa značajnim poreznim gubicima potencijalnom kupcu može omogućiti iskorištavanje takvih gubitaka s namjerom smanjenja vlastite potencijalno visoke porezne osnove.<sup>115</sup>

Ponekad poduzeća sa značajnim potencijalom rasta i profitabilnosti ostvaruju loše poslovne rezultate. Uzrok lošeg poslovanja perspektivnih poduzeća može biti u nedostatku financijskih sredstava, lošoj operativnoj organizaciji ili u neadekvatnom upravljanju od strane menadžmenta poduzeća. Prepoznavanjem takve situacije potencijalni kupac biti će motiviran preuzeti takvo poduzeće po niskoj cijeni te uz reorganizaciju poslovanja ostvariti puni potencijal istog.<sup>116</sup>

Konačno, osobni interesi menadžmenta također mogu biti razlog ulaska u akvizicije. Subjektivni motivi menadžmenta često su povezani s povećanjem veličine poduzeća o kojoj direktno ovise i prava na ostvarivanje menadžerskih bonusa. Ukoliko takvi subjektivni motivi menadžmenta nisu opravdani i objektivnim razlozima za preuzimanjem radi se o potencijalno štetnim poslovnim kombinacijama kako za kupca tako i za akvizicijsku metu.<sup>117</sup>

#### 4.3.2. Motivi za fuzije i akvizicije u različitim životnim fazama industrije

Motivi za spajanjem ili preuzimanjem mogu varirati ovisno o životnim fazama industrije u kojima se poduzeće nalazi. Prema Grantovom modelu životnog vijeka industrije moguće je razlikovati pet životnih faza industrije s pripadajućim obilježjima, to su:<sup>118, 119</sup>

---

<sup>114</sup> Ibid.,

<sup>115</sup> Damodaran, A. (2008). *Acquisitions and takeovers. Handbook of finance, Volume 2, Investment Management and Finance Management*, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, str. 885-888.

<sup>116</sup> Ibid.,

<sup>117</sup> Ibid.,

<sup>118</sup> Solnik, B., McLeavey, D. (2004) *International Investments*, 5th edition. Addison Wesley, Boston, USA, str. 264-265.

<sup>119</sup> Weston, J. F., Chung, K. S., Hoag, S. E. (1990). *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. Prentice Hall, New York, USA, str. 102.

- a) faza uvođenja koju obilježavaju visoki troškovi razvoja s niskom profitabilnošću te velika nesigurnost oko prihvaćenosti proizvoda,
- b) faza rasta koja je primarno određena visokim profitnim maržama usljed niske konkurencije na tržištu,
- c) faza zrelosti koju određuje usporavanje ulaska novih konkurenata unatoč čemu još uvijek postoji relativno visok potencijal rasta,
- d) faza stabilizacije koja je obilježena zaoštavanjem konkurencije uz ograničenje prostora za rasta, te
- e) faza povlačenja određena snažnom konkurencijom te erodiranjem profitnih marži.

U fazi uvođenja i fazi rasta mlada i mala poduzeća razmatrati će divestiranje vlastitog poduzeća ili spajanje s većim poduzećima koja se nalaze u zrelih ili opadajućim industrijama. Motivi za takvim poslovnim kombinacijama su veća dostupnost kapitala i potreba za menadžerskim vještinama zrelih poduzeća što će se tipično odnositi na horizontalne ili konglomeratske fuzije ili akvizicije.<sup>120</sup>

Motivi za spajanjem ili preuzimanjem u fazi zrelosti općenito se odnose na postizanje ušteda i povećanje operativne efikasnosti. Time se poduzeća opredjeljuju za horizontalne ili vertikalne poslovne kombinacije.<sup>121</sup>

Faza stabilizacije određena je motivima usmjernim na povećanju ekonomije obujma u istraživanju, proizvodnji i marketingu kako bi poduzeće uspješno konkuriralo poduzećima s nižim troškovima i cijenama. Tipično, u ovoj fazi provodit će se horizontalne fuzije i akvizicije.<sup>122</sup>

U posljednjoj fazi životnog ciklusa industrije poduzeća se odlučuju na preuzimanja ili spajanja s poduzećima iste industrije kako bi postigli prodajne i troškovne sinergije, a moguće je i usmjerenje na konglomeratske poslovne kombinacije kako bi se omogućio ulazak u industrije koje se nalaze u fazi uvođenja.<sup>123</sup>

---

<sup>120</sup> Solnik, B., McLeavey, D. (2004) International Investments, 5th edition. Addison Wesley, Boston, USA, str. 264-265.

<sup>121</sup> Ibid.,

<sup>122</sup> Ibid.,

<sup>123</sup> Ibid.,

#### 4.4. Karakteristike procesa fuzija i akvizicija

Specifičnosti akvizicijskih procesa mogu varirati putem raznih dimenzija. Naime, osim prema već spomenutim oblicima i vrstama te motivima koji pokreću takve poslovne kombinacije moguće je razlikovati raznovrsne metode procjene vrijednosti akvizicijske mete, različite načine provođenja akvizicija kao i brojne metode plaćanja kojima se takve transakcije konačno zatvaraju. Također, proces provođenja poslovnih kombinacija znatno će ovisiti i o stavu menadžmenta akvizicijske mete o preuzimanju, odnosno radi li se o prijateljskoj ili neprijateljskoj akviziciji. Navedene karakteristike imaju važnu ulogu u određivanju prirode samog procesa akvizicija, a o njima će između ostalog ovisiti i uspješnost tih poslovnih kombinacija.<sup>124</sup>

Proces akvizicije započinje slanjem tzv. informacijskog memoranduma (engl. *info memorandum*) potencijalnom kupcu. Informacijski memorandum predstavlja unaprijed pripremljeni set osnovnih informacija o akvizicijskoj meti. Na temelju informacijskog memoranduma potencijalni kupac sastavlja neobvezujuću ponudu (engl. *non-biding offer* - NBO). U slučaju većeg broja potencijalnih kupaca akvizicijska meta će odabrati one ponude koje udovoljavaju njezinim kriterijima sužavajući time broj potencijalnih kupaca (engl. *shortlisting*). Tada započinje proces dubinskog snimanja (engl. *due diligence*) u kojem se potencijalni kupac pobliže upoznaje s akvizicijskom metom. Bit provedbe dubinskog snimanja je u sagledavanju svih potencijalnih rizika koji bi mogli imati značajan utjecaj na procjenu vrijednosti akvizicijske mete kao i na njezino poslovanje u budućnosti. Nakon provedbe dubinskog snimanja, potencijalni kupac ponuditi će akvizicijskoj meti obvezujuću ponudu (engl. *bidding offer*) prilikom koje mora imati osigurana financijska sredstva za plaćanje akvizicije. U slučaju prihvaćanja iste od strane akvizicijske mete doći će do sklapanja kupopordajnog ugovora (engl. *share purchase agreement* - SPA). Opisani akvizicijski proces s jasno definiranim koracima odnosi se na organizirani prodajni proces započet od strane akvizicijske mete. Alternativno, iniciranje akvizicije moguće je i aktivnim pristupom vlasnika potencijalnog kupca što u praksi predstavlja i češći slučaj.<sup>125</sup>

---

<sup>124</sup> CFA Institute. (2011). Corporate finance (CFA Program curriculum level II volume 3). Pearson custom publishing; CFA Institute, Virginia, USA, str. 284-289.

<sup>125</sup> Sherman A. J. (2018). Mergers and Acquisition from A to Z, 3rd edition. Amacom, New York, USA, str. 10-21.

#### 4.4.1. Procjena vrijednosti akvizicijske mete

Potencijalni kupac raspolaže s nekoliko valuacijskih metoda procjene vrijednosti akvizicijske mete. U praksi je najčešće korištenje triju metoda procjene vrijednosti akvizicijske mete uključujući:<sup>126</sup>

- a) metodu diskontiranih novčanih tokova (engl. *discounted cash flow* - DCF),
- b) analizu usporedivih poduzeća, te
- c) analizu usporedivih transakcija fuzija i akvizicija.

Metoda diskontiranih novčanih tokova najsloženija je i najfleksibilnija metoda procjene vrijednosti akvizicijske mete obzirom da omogućava potencijalnom kupcu da u valuaciju uključi očekivane sinergije i strukturu financiranja cjelokupne transakcije. DCF metoda podrazumijeva detaljnu razradu srednjeročnog do dugoročnog poslovnog plana akvizicijske mete uzimajući u obzir trendove u okruženju, sinergijske planove kako na prodajnoj strani (u vidu novih proizvoda, tržišta i slično) tako i na troškovnoj strani (planove optimizacije operativnih troškova kroz ujedinavanje funkcija podrške te proizvodnih, distribucijskih i nabavnih procesa), uvažavajući pritom i potencijalne konkurentske pritiske na akvizicijsku metu.<sup>127</sup>

Sama tehnika valuacije polazi od procjene očekivanih slobodnih novčanih tokova (engl. *free cash flow* - FCF) akvizicijske mete u budućim godinama. Pri tome slobodni novčani tok čini dobit prije kamata, poreza i amortizacije (engl. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* - EBITDA) generirana poslovanjem umanjena za iznose potrebnih kapitalnih investicija, investicija u neto radni kapital te za poreznu obvezu poduzeća. Diskontiranjem budućih slobodnih novčanih tokova na period valuacije dobiva se terminalna vrijednost slobodnih novčanih tokova koja predstavlja ukupnu vrijednost akvizicijske mete. U posljednjem koraku, oduzimanjem neto financijskog duga akvizicijske mete od ukupne vrijednosti akvizicijske mete dobiva se njezina neto vrijednost.<sup>128</sup>

Najveća vrijednost DCF metode vidljiva je u mogućnosti kvantificiranja operativnih i financijskih sinergija te u konačnici i formiranju cjenovne ponude fuzije ili akvizicije. Pri tome je minimalna vrijednost ponude koju potencijalni kupac može ponuditi za akvizicijsku metu

---

<sup>126</sup> Bragg, S. M. (2009). *Mergers & Acquisitions: A Condensed Practitioner's Guide*. John Wiley & Sons, New Jersey, USA, str. 57-64.

<sup>127</sup> Ibid.,

<sup>128</sup> Stowe, J. D., et al. (2002). *Analysis of Equity Investments: Valuation*. Association for Investment Management and Research, United Book Press, Baltimore, USA, str. 47-54.

„fer“ vrijednost poduzeća ili vrijednost „takva kakva je“ (engl. „*as is value*“) koja podrazumijeva zadržavanje dosadašnjeg menadžmenta i načina poslovanja kompanije. S druge strane, maksimalna vrijednost koju potencijalni kupac može ponuditi za akvizicijsku metu određena je „fer“ vrijednošću akvizicijske mete uvećanom za sinergijsku vrijednost koju akvizicijska meta može donjeti potencijalnom kupcu te umanjenom za transakcijske troškove akvizicije.<sup>129</sup>

Jednostavniju metodu procjene vrijednosti akvizicijske mete predstavlja analiza usporedivih poduzeća koja se bazira na identifikaciji uzorka poduzeća usporedivih s akvizicijskom metom. Pri tome je nužno zadovoljavanje određenih kriterija usporedivosti uzorka i akvizicijske mete poput poslovanja u istoj industriji, sličnog geografskog profila, podjednake veličine prihoda i strukture kapitala. Nakon određenja primjerenog uzorka usporedivih poduzeća moguće je izračun različitih cjenovnih multiplikatora koji se koriste u procjeni vrijednosti akvizicijske mete poput:<sup>130</sup>

- a) P/E - omjer trenutne tržišne vrijednosti i neto dobiti usporedive kompanije,
- b) P/S - omjer trenutne tržišne vrijednosti i prihoda od prodaje usporedive kompanije,
- c) EV/EBITDA - omjer cjelokupne vrijednosti poduzeća (engl. *enterprise value*) dobivene uvećavanjem tržišne kapitalizacije za neto dug kompanije i dobiti prije kamata, poreza i amortizacije usporedive kompanije,
- d) EV/S - omjer cjelokupne vrijednosti poduzeća i prihoda od prodaje usporedive kompanije,
- e) P/BV - omjer trenutne tržišne vrijednosti i knjigovodstvene vrijednosti usporedive kompanije, te
- f) P/FCF - omjer trenutne tržišne vrijednosti i slobodnog novčanog toka usporedive kompanije.

U posljednjem koraku se pomoću tehnika deskriptivne statistike izračunavaju prosječne vrijednosti cjenovnih multiplikatora, a njihovom primjenom na financijske rezultate ili porcijenjene buduće parametre akvizicijske mete može se odrediti isključivo „fer“ vrijednost iste.<sup>131</sup>

---

<sup>129</sup> CFA Institute. (2011). Corporate finance (CFA Program curriculum level II volume 3). Pearson custom publishing; CFA Institute, Virginia, USA, str. 299-305.

<sup>130</sup> CFA Institute. (2011). Corporate finance (CFA Program curriculum level II volume 3). Pearson custom publishing; CFA Institute, Virginia, USA, str. 305-308.

<sup>131</sup> Ibid.,

Sličnu tehniku procjene vrijednosti akvizicijske mete predstavlja i analiza usporedivih transakcija fuzija i akvizicija pri čemu se akvizicijski multiplikatori izračunavaju na temelju uzorka provedenih transakcija, a ne na temelju uzorka usporedivih kompanija. Odnosno pri uporabi ove metode ne koriste se tržišne vrijednosti kompanija iz uzorka nego plaćeni akvizicijski iznosi ili akvizicijska vrijednost poduzeća (plaćena akvizicijska cijena uvećana za preuzeti neto dug akvirirane kompanije). Prema tome moguće je razlikovati sljedeće oblike akvizicijskih multiplikatora:<sup>132</sup>

- a) P/E - omjer akvizicijske cijene i neto dobiti akvirirane kompanije,
- b) P/S - omjer akvizicijske cijene i prihoda od prodaje akvirirane kompanije,
- c) P/EBITDA - omjer akvizicijske cijene i dobiti prije kamata, poreza i amortizacije akvirirane kompanije, te
- d) EV/EBITDA - omjer akvizicijske vrijednosti poduzeća i dobiti prije kamata, poreza i amortizacije akvirirane kompanije.

Također, kao i u slučaju analize usporedivih poduzeća, ovom metodom moguć je izračun isključivo “fer” vrijednosti akvizicijske mete. Osim toga, kao glavni nedostatak ove metode ističe se mogućnost prijenosa preivoske akvizicijske premije iz usporedivih transakcija na promatranu akvizicijsku metu.<sup>133</sup>

#### 4.4.2. Načini provođenja fuzija i akvizicija

Uobičajno postoje dva osnovna načina provođenja akvizicija pri čemu se jedan odnosi na kupnju dionica, a drugi na kupnju imovine akvizicijske mete.<sup>134</sup>

U praksi najčešći način provođenja akvizicija odnosi se na kupnju dionica akvizicijske mete plaćanjem dioničarima određenog iznosa. U tom slučaju provođenje poslovnih kombinacija zahtjeva, ovisno o zakonodavstvu odnosno zemlje odobrenje većine ili svih dioničara. U slučaju kupnje imovine poduzeća, plaćanje se vrši samoj kompaniji a ne njezinim dioničarima što implicira da za provođenje akvizicije nije potrebno njihovo odobrenje osim ukoliko se ne prodaje značajan dio kompanije. Kupnja imovine poduzeća može za potencijalnog kupca predstavljati bolju opciju ukoliko mu je za daljnji rast i razvoj nužan dio a ne cijela akvizicijska

---

<sup>132</sup> Ibid.,

<sup>133</sup> Ibid.,

<sup>134</sup> Damodaran, A. (2008). Acquisitions and takeovers. Handbook of finance, Volume 2 Investment Management and Finance Management, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, str. 883-884.

meta. Također u slučaju kupnje dionica akvizicijske mete kupac preuzima i sve njezine obveze što u slučaju kupnje imovine nije uobičajeno.<sup>135</sup>

#### 4.4.3. Metode plaćanja fuzija i akvizicija

Prilikom akvizicija moguće je razlikovati tri temeljne metode plaćanja istih. Time se razlikuje plaćanje u novčanom iznosu (engl. *cash offering*), plaćanje u vrijednosnicama (engl. *security offering*) te plaćanje kombinacijom prethodnih metoda (engl. *mixed offering*). U slučaju plaćanja akvizicije u novčanom iznosu kupac može izvršiti plaćanje iz postojećih vlastitih sredstava i pribavljanjem dodatnih sredstava eksternim zaduživanjem ili dokapitalizacijom. Eksterno zaduživanje moguće je putem finacijskog kredita ili izdavanjem korporativne obveznice, dok dokapitalizacija podrazumijeva izdavanje dodatnih vlastitih dionica. Za razliku od plaćanja u novčanom iznosu koje podrazumijeva određivanje konkretnog novčanog iznosa, pri plaćanju koje se odvija vrijednosnim papirima najčešće se računa omjer u kojem će dioničari akvizicijske mete dobiti dionice kupca u zamjenu za postojeće dionice akvizicijske mete. Primjerice, određenjem da će dioničari akvizicijske mete dobiti tri dionice kupca za jednu dionicu akvizicijske mete. Važno je napomenuti kako u slučaju plaćanja vrijednosnicama za plaćanje mogu biti ponuđene i druge vrijednosnice poput povlaštenih dionica ili dužničkih vrijednosnica.<sup>136</sup>

Odabir metode plaćanja ovisiti će ponajviše o kupčevoj sklonosti riziku. Naime, prilikom plaćanja u dionicama dioničari akvizicijske mete preuzimaju i moguću dobit koju im vlasništvo u novoj kompaniji potencijalno nosi. Također, oni preuzimaju i potencijalne rizike i obveze proizašle iz tog vlasništva. S druge strane, prilikom plaćanja u novčanim iznosima dioničari akvizicijske mete odriču se potencijalne dobiti i potencijalnog rizika budućeg poslovanja kupca. Posljedično, ukoliko je kupac uvjeren da su rizici poslovanja nakon akvizicije znatno smanjeni biti će skloniji plaćanju u novčanom iznosu i zadržavanju potpune potencijalne dobiti za sebe. Obrnuto, ukoliko kupac očekuje značajnu rizičnost poslovanja u budućnosti, mogao bi inzistirati na plaćanju u dionicama u time diverzificirat potencijalni rizik.<sup>137</sup>

Važan čimbenik prilikom odluke o metodi plaćanja je i relativna vrijednost dionica poduzeća uključenih u poslovne kombinacije. Prema tome, ukoliko kupac procijeni da su dionice njegove

---

<sup>135</sup> Ibid.,

<sup>136</sup> Bragg, S. M. (2009). *Mergers & Acquisitions: A Condensed Practitioner's Guide*. John Wiley & Sons, New Jersey, USA, str. 78-81.

<sup>137</sup> Ibid.,

kompanije podcijenjene na tržištu kapitala plaćanje će izvršiti u novčanom iznosu jer bi u protivnom omogućio dioničarima akvizicijske mete ulazak u vlasništvo vlastite kompanije po nižoj tržišnoj vrijednosti. Obrnuto, ukoliko kupac vlastite dionice smatra precijenjenima, potencijalno će ih koristiti u svrhu jeftinijeg plaćanja akvizicije. Shodno navedenoj logici, dioničari akvizicijske mete će nerijetko ponudu kupca za plaćanje dionicama interpretirati kao znak da su dionice poduzeća kupca precijenjene.<sup>138</sup>

#### 4.4.4. Stav menadžmenta akvizicijske mete o preuzimanju

Naklonjenost ideji prodaje od strane menadžmenta akvizicijske mete također će znatno utjecati na cjelokupni akvizicijski proces uključujući provedbu dubinskog snimanja, vremenski tijek preuzimanja te određivanje vrijednosti akvizicijske mete.<sup>139</sup>

Ukoliko se menadžment akvizicijske mete ne protivi akviziciji radi se o prijateljskom preuzimanju. U tom slučaju potencijalni kupac komunicirati će s menadžmentom akvizicijske mete bilo direktno bilo preko savjetnika ili konzultanta akvizicijske mete. Posljedično odjel kupca zadužen za provođenje akvizicije raspolagati će brojnim i kvalitetnim informacijama dobivenih od strane menadžmenta akvizicijske mete. Kod neprijateljskog preuzimanja potencijalni kupac direktno se obraća dioničarima poduzeća zaobilazeći menadžment koji je nesklon preuzimanju. U tom slučaju, potencijalni kupac imati će limitiran pristup informacijama koje su često i upitne kvalitete. Time će stav menadžmenta akvizicijske mete o preuzimanju značajno utjecati na težinu procesa dubinskog snimanja. Sam proces dubinskog snimanja ključan je za formiranje obvezujuće ponude za preuzimanje, a ponekad informacije dobivene u tom procesu mogu biti presudne za odustajanje od istog.<sup>140</sup>

U slučaju neprijateljskog preuzimanja, menadžment akvizicijske mete može pribjeći različitim obrambenim mehanizmima kojima je cilj spriječiti preuzimanje. Ovisno o vremenu njihova aktiviranja moguće je razlikovati preventivne obrambene mehanizme koji se primjenjuju prije podnošenja ponude za preuzimanje od aktivnih obrambenih mehanizama koji će se aktivirati tek u slučaju kada određena akvizicijska meta postane “žrtvom” neprijateljskih preuzimanja.

---

<sup>138</sup> Ibid.,

<sup>139</sup> Auerbach, A. J. (1988). *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. University of Chicago Press, Chicago, USA, str. 101-136.

<sup>140</sup> Ibid.,



Glavni cilj preventivnih obrambenih mehanizama je smanjiti atraktivnost akvizicijske mete te poskupiti preuzimanje, a to je između ostalog moguće pomoću:<sup>141</sup>

- a) mehanizma otrovne pilule (engl. *poison pill*),
- b) mehanizma otrovnog zastoja (engl. *poison put*),
- c) mehanizma ograničenja vlasničkih prava (engl. *restricted voting rights*),
- d) mehanizma poštene cijene (engl. *fair price amendment*), te
- e) mehanizma zlatnog padobrana (engl. *golden parachute*).

Otrovna pilula je mehanizam pomoću kojega se preuzimanje nastoji učiniti neprijateljskom kupcu neisplativim. Njime se postojećim dioničarima osiguravaju specifična prava koja se aktiviraju u slučaju neprijateljskog preuzimanja. Primjerice, ukoliko neprijateljski kupac stekne udio u vlasništvu akvizicijske mete iznad specifičnog postotka, tada ostali dioničari stječu pravo kupnje novih dionica uz diskont. Navodno će rezultirati razvodnavanjem kompletne vlasničke strukture. Navedeni primjer opisuje verziju mehanizma otrovne pilule pod nazivom „*flip-in-pill*” mehanizam. Kod „*flip-over-pill*” mehanizma, postojeći dioničari mete također stječu mogućnost kupnje dionica uz diskont, ali u ovom slučaju od neprijateljskog kupca što pak rezultira razvodnavanjem vlasništva kojeg je stekao neprijateljski kupac.<sup>142</sup>

U slučaju neprijateljskog preuzimanja mehanizam otrovnog zastoja kao izvedeni oblik otrovne pilule omogućava vlasnicima korporativnih obveznica akvizicijske mete prijevremenu isplatu istih po unaprijed utvrđenoj cijeni znatno većoj od nominalne vrijednosti. Takvim mehanizmom se neprijateljsko preuzimanje čini neatraktivnim obzirom da nakon preuzimanja sljedi prijevremena i visoka naplata takve vrste financijske obveze akvizicijske mete.<sup>143</sup>

Ograničenje glasačkih prava implementira se postavljanjem limita na udio u vlasništvo. Primjerice, postavljanje limita na 20% vlasništva signalizira potencijalnom kupcu da u slučaju neprijateljskog preuzimanja i ostvarivanja 20% i više udjela u vlasništvu dolazi do ukidanja glasačkih prava.<sup>144</sup>

---

<sup>141</sup> Ibid.,

<sup>142</sup> Ibid.,

<sup>143</sup> Ibid.,

<sup>144</sup> Ibid.,

Mehanizam poštene cijene ugrađen u statut akvizicijske mete omogućava preuzimanje iste tek ukoliko ponuda odgovara unaprijed određenoj cijeni odnosno „fer“ vrijednosti poduzeća utvrđenoj od strane nezavisnog procjenitelja.<sup>145</sup>

Konačno, mehanizam zlatnog padobrana odnosi se na ugovore o izdašnim naknadama vrhovnom menadžmentu u obliku otpremnina, bonusa, opcija na dionice i slično. Takvim ugovorima također se smanjuje atraktivnost neprijateljskog preuzimanja obzirom da ih znatno poskupljuje.<sup>146</sup>

U slučaju neuspjelog smanjivanja atraktivnosti preuzimanja, akvizicijska meta može upotrijebiti različite aktivne obrambene mehanizem kako bi spriječila prihvatanje ponude neprijateljskog kupca, u tu skupinu mogu se ubrojiti:<sup>147</sup>

- a) mehanizam „samo reci ne” (engl. *“just say no” defense*),
- b) mehanizam zelene pošte (engl. *greenmail*),
- c) mehanizam otkupa dionica (engl. *share repurchase*),
- d) mehanizam krunskog dragulja (engl. *crown jewel defense*),
- e) Pac-man mehanizam, te
- f) Mehanizam bijelog viteza (engl. *white-knight defense*).

Najjednostavniji aktivni mehanizam obrane zasigurno je “samo reci ne” mehanizam koji se odnosi na nastojanja menadžmenta da uvjeri dioničare kako prodaja dionica nije u njihovom interesu ili da je cijena preuzimanja neadekvatna.<sup>148</sup>

Zelena pošta je mehanizam koji podrazumijeva dva dogovora između neprijateljskog kupca i akvizicijske mete pri čemu u prvom meta odkupljuje vlastite dionice od kupca uz premiju, a u drugom se kupac obvezuje kako će se suzdržati od ponovnog pokušaja neprijateljskog preuzimanja u određenom razdoblju. U konačnici ovakva obrana rezultira isplatom neprijateljskog kupca kako bi se spriječilo preuzimanje.<sup>149</sup>

---

<sup>145</sup> Ibid.,

<sup>146</sup> Ibid.,

<sup>147</sup> CFA Institute. (2011). Corporate finance (CFA Program curriculum level II volume 3). Pearson custom publishing; CFA Institute, Virginia, USA, str. 289-295.

<sup>148</sup> Ibid.,

<sup>149</sup> Ibid.,

Otkup dionica podrazumijeva predaju ponude za otkup dionica svih dioničara od strane akvizicijske mete. Time meta tjera neprijateljskog kupca da povišuje vlastitu ponudu što se za istog može činiti preskupim.<sup>150</sup>

Mehanizam krunskog dragulja uključuje predaju najvrednijih dijelova kompanije neutralnoj trećoj strani čime neprijateljski kupac gubi interes za samom akvizicijom.<sup>151</sup>

Ekstremni slučaj obrane od neprijateljskog preuzimanja predstavlja Pac-man mehanizam koji se odnosi na davanje kontraponude akvizicijske mete za preuzimanje neprijateljskog kupca. U praksi je korištenje kontraponude rijetki slučaj obzirom da podrazumijeva preuzimanje veće kompanije od strane manje.<sup>152</sup>

Konačno, mehanizmom bijelog viteza menadžment akvizicijske mete pronalazi treću stranu koja je spremna ući u nadmetanje s neprijateljskim kupcem. Pri tome, menadžment kao trećoj strain odnosno bijelom vitezu pristupa onom poduzeću koje je znatno kompatibilnije akvizicijskoj meti te koje usljed jakih sinergijskih potencijala može ponuditi i višu cijenu preuzimanja nego neprijateljski kupac. U slučaju kada neprijateljski preuzimatelj nastavlja podizati cijenovnu ponudu može usljediti nadmetanje između istog i bijelog viteza (engl. *bidding war*). Takvo nadmetanje u konačnici može rezultirati i tzv. kletvom pobjednika (engl. *winner's curse*) pri čemu finalni kupac znatno preplaćuje akvizicijsku metu. U svrhu izbjegavanja navedenog scenarija, akvizicijska meta može primjeniti i mehanizam bijelog štitonoše (engl. *white square defense*) pri čemu treća strana kupuje samo manjinski udio u akvizicijskoj meti, ali dovoljan kako bi onemogućio neprijateljsko preuzimanje.<sup>153</sup>

---

<sup>150</sup> Ibid.,

<sup>151</sup> Ibid.,

<sup>152</sup> Ibid.,

<sup>153</sup> Ibid.,

## 5. MJERENJE USPJEŠNOSTI FUZIJA I AKVIZICIJA

Najjednostavniji način kategorizacije akvizicija kao uspješnih ili neuspješnih moguće je postavljanjem pitanja ostvaruju li iste očekivanja poduzeća uključenih u takve poslovne kombinacije. Prema brojnim istraživanjima i studijama slučajeva može se zaključiti kako je tako definiran neuspjeh akvizicije iznimno česta pojava. Tako je prema izvještaju Harvard Business Review-a zajednički zaključak brojnih istraživanja kako je između 70% i 90% recentno provedenih akvizicija moguće okarakterizirati kao neuspješne.<sup>154</sup>

Prema tome, akvizicije su inherentno rizične poslovne kombinacije, a u slučaju nepromišljene strategije s jedne strane te neoslanjanja na poslovnu intuiciju s druge mogu imati katastrofalne posljedice. Iako akvizicijski proces u užem smislu započinje komunikacijom a završava potpisivanjem kupoprodajnog ugovora između potencijalnog kupca i akvizicijske mete, mogućnost uspjeha ili neuspjeha istog može se pojaviti puno ranije ili kasnije. Prema tome, akvizicijskim procesom u širem smislu moguće je razlikovati tri faze akvizicije. Prva faza odnosi se na pronalazak prave akvizicijske mete, drugu fazu moguće je obuhvatiti akvizicijskim procesom u užem smislu, dok se treća faza odnosi na integraciju akviriranog poduzeća u vlastiti poslovni sustav. U tom kontekstu, upravo se pronalazak prave mete prije same akvizicije i integracija iste nakon akvizicije nameću kao najčešći uzroci neuspjeha preuzimanja.

Detaljnijim pristupom, kao glavne uzroke neuspjeha akvizicija moguće je navesti:<sup>155,156</sup>

- a) nedostatak strateškog planiranja i posljedično pogrešan izbor akvizicijske mete,
- b) neostvarenje očekivanih sinergija,
- c) pogrešna valuacija akvizicijske mete i preplaćivanje iste,
- d) nedovoljno poznavanje poslovanja, tržišta ili industrije akvizicijske mete,
- e) nedovoljno iskustvo menadžmenta,
- f) nepostojanje detaljnih postakvizicijskih planova integracije, te
- g) kulturološke razlike između kupca i akviriranog poduzeća.

---

<sup>154</sup> Martin, R. L. (2016). M&A: The One Thing You Need to Get Right. Harvard Business Review, Mergers and Acquisitions. Dostupno na: <https://hbr.org/2016/06/ma-the-one-thing-you-need-to-get-right> [23.08.2019]

<sup>155</sup> Dimitrić, M., Škalamera-Alilović, D., Spasić, S. (2017). Financijsko vrednovanje i analiza akvizicije - primjer: Atlantic Grupa d.d. i Droga Kolinska d.d. Financije na prekretnici: Imamo li snage za iskorak? Ekonomski Fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka. str. 59.

<sup>156</sup> Kumar, V. Sharma, P. (2019). An Insight into Mergers and Acquisitions: A Growth Perspective. Palgrave Macmillan, Basingstoke, UK. str. 183-195.

Pri tome je kao najčešći uzrok neuspjeha akvizicija moguće izdvojiti sukob organizacijskih kultura (engl. *clash of cultures*).<sup>157</sup> Naime, zablude o sličnosti umjesto razumijevanja različitosti primarni je uzrok neuspjeha mnogih poslovnih kombinacija. Organizacijska ili korporativna kultura odnosi se na opći obrazac ponašanja povezan s ključnim vrijednostima, vjerovanjima, normama, običajima i shvaćanjima koje su zajedničke svim članovima organizacije.<sup>158</sup> Važno je napomenuti kako korporativna kultura duboko ukorijenjena u organizaciju i ne mora nužno odgovarati imidžu kompanije koji se prikazuje kroz korporativne brošure poput i javno dostupne korporativne materijale.<sup>159</sup>

Do sukoba organizacijskih kultura dolazi nametanjem korporativne kulture kupca koja se znatno razlikuje od postojeće kulture akviriranog poduzeća. U takvoj situaciji dolazi do osjećaja neprijateljstva, animoziteta i nelagode koji će se kod dijela zaposlenika manifestirati i na smanjenje angažiranosti i kooperativnosti. Također, kod zaposlenika akvirirane kompanije može se pojaviti osjećaj gubitka identiteta i kompleks manje vrijednosti, dok je kod zaposlenika kupca moguća pojava frustracija uzrokovanih mišljenjem kako gube na važnosti koju su prije akvizicije imali. Izbjegavanje navedenog scenarija moguće je kvalitetnom procjenom kultura oba poduzeća uključenih u poslovnu kombinaciju te postepenom integracijom istih.<sup>160</sup>

Promatranje uspješnosti akvizicija kroz ispunjenje očekivanja vlasnika ili tima zaduženog za provođenje akvizicije svojevrsno predstavlja subjektivni i izolirani pogled na uspješnost akvizicija. Obzirom na različitost motiva i ciljeva raznovrsnih akvizicija razlikovati će se i precepcija uspješnosti provođenja istih. Također, određene akvizicije mogu imati i više ciljeva pa se njihovo djelomično ispunjenje može smatrati neuspjehom, dok bi se skromnijim postavljanjem ciljeva iste mogle opisati kao uspješne. Objektivno mjerenje uspješnosti akvizicija moguće je korištenjem tri grupe metoda, a to su:<sup>161</sup>

- a) metode mjerenja uspješnosti akvizicija na temelju kretanja cijena dionica,
- b) metode mjerenja uspješnosti akvizicija na temelju računovodstvenih i financijskih pokazatelja, te

---

<sup>157</sup> Nguyen, H., Kleiner, B. H. (2003). The effective management of mergers. *Leadership & Organization Development Journal*, 24(8), str. 447-454.

<sup>158</sup> Bahtijarević-Šibet, F. (1999). Menadžment ljudskih potencijala. *Golden Marketing*, Zagreb. Str. 83-86.

<sup>159</sup> Recklies, O. (2001). *Mergers and Corporate Culture*. Recklies Manageent Project. Dostupno na: [https://themanager.org/pdf/Merger\\_Culture.PDF](https://themanager.org/pdf/Merger_Culture.PDF) [08.08.2019]

<sup>160</sup> Ibid.,

<sup>161</sup> Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2010). Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji. *Ekonomski Vjesnik: Review of contemporary business, entrepreneurship and economic issues*, 24(1), str. 11-32.

c) metode mjerenja uspješnosti akvizicija na temelju ekonomske dodane vrijednosti.

Važno je napomenuti kako navedene skupine metoda mjerenja uspješnosti akvizicija podrazumijevaju promatranje akvizicija isključivo kao kratkoročnog ili srednjeročnog investicijskog projekta čime su usmjerene na ocjenu visine povrata od tako definirane investicije. Stoga je uporaba referentnih metoda u velikoj mjeri ograničena na menadžment poduzeća zadužen za provođenje akvizicije ili dioničare poduzeća ukoliko raspolažu svim nužnim podacima poput veličine prosječnog ponderiranog troška kapitala (engl. *weighted average capital cost* - WACC) i drugih podataka za koje ne postoji obveza javnog objavljivanja.

### **5.1. Metode mjerenja uspješnosti fuzija i akvizicija na temelju kretanja cijena dionica**

Ukoliko je poduzeće preuzimatelj dioničko društvo tada se uspješnost akvizicije jednostavno može pratiti kretanjem cijena dionica kupca prije, tokom i nakon akvizicije. Također, ukoliko je i akvizicijska meta sudionik određenog tržišta kapitala te u postakvizicijskom periodu nastavlja poslovati kao zasebno dioničko društvo tada je procjenu uspješnosti akvizicije na temelju kretanja cijena dionica moguće provesti i za akvizicijsku metu. Važno je napomenuti kako će se kretanje cijena dionica kupca i akvizicijske mete usljed preuzimanja uobičajeno kretati u suprotnim smjerovima. Naime, usljed akvizicije cijena dionica akvizicijske mete tipično će rasti, dok će cijena dionica kupca uglavnom pokazati negativno kretanje. Do rasta vrijednosti dionica akvizicijske mete uobičajeno dolazi usljed plaćanja akvizicijske premije od strane kupca. Plaćanje akvizicijske premije uvjetovano je ponašanjem dioničara akvizicijske mete koji će preuzimanje općenito odobriti tek ukoliko akvizicijska ponuda prelazi trenutnu tržišnu vrijednost dionica akvizicijske mete. S druge strane, do pada vrijednosti dionica kupca može doći iz raznovrsnih razloga uglavnom povezanih uz povećanje zaduženosti nužne za provođenje akvizicije te poteškoće prilikom integracije.<sup>162</sup>

Obzirom da je kretanje vrijednosti dionica pojedinih poduzeća na tržištu kapitala djelomično uvjetovano i kretanjem određenog tržišta, sektora ili cjelokupnog gospodarstva uspješnost konkretnog poduzeća moguće je promatrati usporedbom kretanja dionica poduzeća s kretanjem burzovnih indeksa koji pokazuju kretanje određenog sastava gospodarstva.

---

<sup>162</sup> Murphy, C. B. (2019). How Company Stocks Move During an Acquisition. Corporate Finance & Accounting - Mergers and Acquisitions. Dostupno na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/203.asp> [08.08.2019]

Jednostavnu i široko raširenu metodu mjerenja uspješnosti akvizicija na temelju kretanja cijena dionica akvizicija predstavlja prinos dioničara poduzeća preuzimatelja. Prinos ili povrat dioničara temelji se na tržišnoj vrijednost poduzeća koja za razlike od knjigovodstvene vrijednosti tretira kompaniju u smislu njezinog neprekinutog poslovanja. Izračun prinosa dioničara moguć je izvesti iz prinosa određene investicije na uloženi kapital, prema formuli:<sup>163</sup>

$$r_t = \frac{P_t - P_{t-n} + D_t}{P_{t-n}}$$

gdje je  $r_t$  - prinos dionice u razdoblju  $t$ ,  $P_t$  - cijena dionice u trenutku  $t$ ,  $P_{t-n}$  - cijena dionice u trenutku  $t - n$ , a  $D_t$  - isplata dobitka u trenutku  $t$ .

Obuhvaćanjem više postakvizicijskih razdoblja, u praksi je uobičajeno prinos dioničara prikazivati putem prosječne godišnje stope rasta mjerene prema formuli:<sup>164</sup>

$$CAGR = \left( \frac{P_t + D_t}{P_{t-n}} \right)^{\frac{1}{N}} - 1$$

Pri čemu je  $N$  - ukupni broj godina promatranja.

Nedostatak mjerenja uspješnosti akvizicija temeljem kretanja cijena dionica proizlazi iz činjenice kako će točnost mjerenja ovisiti o tome odražavaju li cijene dionica stvarnu odnosno „fer“ vrijednost dionica te posljedično i „fer“ vrijednost poduzeća. Prednost korištenja ove metode je u tome što ona iskazuje stvarnu, realnu dobit investitora te u dostupnosti podataka kojima se ta dobit iskazuje.<sup>165</sup> Također, jasno je kako je uporaba ove metode uglavnom primjenjiva na mjerenje uspješnosti kupca ili preuzimatelja, dok je za procjenu uspješnosti akviriranog poduzeća primjerenije upotrijebiti metode koje se ne zasnivaju na tržišnim vrijednostima poduzeća.<sup>166</sup> Izuzetak predstavljaju akvizicije u sklopu kojih akvirirano poduzeće nakon akvizicije nastavlja poslovati kao zasebno dioničko društvo unutar grupacije preuzimatelja.

Posebnu metodu mjerenja uspješnosti akvizicija ne temelju kretanja cijena dionica predstavlja i tzv. *event study* pristup. Njome se mjere abnormalni povrati dioničara u periodu objave ulaska

<sup>163</sup> Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2010). Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji. *Ekonomski Vjesnik: Review of contemporary business, entrepreneurship and economic issues*, 24(1), str. 11-32.

<sup>164</sup> Ibid.,

<sup>165</sup> Ibid.,

<sup>166</sup> Filipović, D. (2012). Izazovi integracijskih procesa: Rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza. *Sinergija nakladništvo*, Zagreb, str. 31-33.

u određenu poslovnu kombinaciju. Iznadprosječni ili abnormalni povrati rezultat su diskrepancije između realiziranih povrata usljed akvizicije i očekivanih povrata koji bi se ostvarili da do akvizicije nije došlo.<sup>167</sup>

## **5.2. Metode mjerenja uspješnosti fuzija i akvizicija na temelju računovodstvenih i financijskih pokazatelja**

Drugom skupinom metoda mjerenja uspješnosti akvizicija obuhvaćeni su raznovrsni računovodstveni i financijski pokazatelji izračunati na temelju operativnih rezultata poduzeća. Za razliku od metoda temeljenih na kretanju cijena dionica, prednost računovodstvenih i financijskih pokazatelja je u njihovoj neovisnosti o kretanju cijena dionica. Ove metode zasnivaju se financijskim izvještajima kupca i akviriranog poduzeća prije i poslje akvizicije kako bi se uočilo kretanje uspješnosti poslovanja. Fokus metoda temeljenih na računovodstvenim izvještajima seže od promatranja promjene prihoda, profitnih marži, neto dobiti, povrata na kapital (engl. *return on equity* – ROE) ili povrata na imovinu (engl. *return on asset* – ROA) do specifičnih pokazatelja usredotočenih na likvidnost, zaduženosti i druge pokazatelje uspješnosti i sigurnosti poslovanja poduzeća.<sup>168</sup>

Uobičajena metoda mjerenja uspješnosti akvizicija na temelju računovodstvenih i financijskih podataka provodi se izračunavanjem operativne dobiti prije kamata, poreza i amortizacije. Razlog korištenja EBITDA-e kao najčešće metode unutar ove skupine je u tome što na taj pokazatelj ne utječe računovodstveni tretman amortizacije kao ni neoperativne aktivnosti koje se odnose na kamate ili poreze.<sup>169</sup>

Nedostatak računovodstvenih i financijskih pokazatelja je u njihovoj podložnosti manipulaciji te se u slučaju neadekvatne revizije istih trebaju uzimati sa rezervom. Dodatnim nedostatkom ovih metoda može se smatrati i njihova neusporedivost s drugim akvizicijama. Neusporedivost pokazatelja posljedica je razlika u veličini kompanija. Iz tog razloga se u svrhu usporedivosti

---

<sup>167</sup> Bruner, R. F. (2004). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance*. 12(1). str. 2-4.

<sup>168</sup> Ibid.,

<sup>169</sup> Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2010). Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji. *Ekonomski Vjesnik: Review of contemporary business, entrepreneurship and economic issues*, 24(1), str. 11-32.



akvizicija različitih kompanija često koriste EBITDA u obliku multiplikatora, primjerice u omjeru prema knjigovodstvenoj vrijednosti poduzeća ili prihodu od prodaje.<sup>170</sup>

### 5.3. Metode mjerenja uspješnosti fuzija i akvizicija na temelju ekonomske dodane vrijednosti

Mjerenje uspješnosti akvizicija na temelju računovodstvenih i financijskih pokazatelja dodatno se može kritizirati neuporabom prosječnog ponderiranog troška kapitala a time ni koncepcije oportunitenog troška. Naime, operativna dobit ne opisuje realne mogućnosti maksimizacije dobiti. Iako poduzeće nakon akvizicije može pokazivati dobre operativne rezultate na temelju računovodstvenih podataka, to ne znači da investitor ne bi mogao ostvariti veću korist ulažeći u jednako rizične poslovne kombinacije. Stoga se alternativno mogu koristiti metode mjerenja uspješnosti akvizicija na temelju ekonomske dodane vrijednosti (engl. *economic value added* - EVA). Općenito, ekonomska dodana vrijednost predstavlja procijenjenu vrijednost realne ekonomske dobiti. Drugim riječima, ona predstavlja dobit koja pripada dioničarima nakon što su uračunati svi postojeći troškovi uključujući i oportunitetni trošak uloženog kapitala. Time ekonomska dodana vrijednost uzima u obzir i rizik investicije koji se uračunava u trošak kapitala.<sup>171</sup>

Općenito, a i u svrhu procjene uspješnosti akvizicija ekonomsku dodanu vrijednost moguće je izračunati oduzimanjem troška kapitala od operativne dobiti nakon poreza, odnosno prema formuli:<sup>172</sup>

$$EVA = NOPAT - (WACC * \text{invstirani kapital})$$

Pri čemu je *EVA* - ekonomska dodana vrijednost, *NOPAT* - neto operativna dobit nakon poreza, a *WACC* - prosječni ponderirani trošak kapitala.<sup>173</sup>

Kao glavni nedostatak ove metode moguće je navesti nedostupnost podataka potrebnih za izračun ekonomske dodane vrijednosti, kao i kompleksan postupak izračuna u slučaju

---

<sup>170</sup> Martynova, M., Oosting, S., Renneboog, L. (2006). The longterm operating performance of European mergers and acquisitions. ECGI Working Paper Series in Finance, European Corporate Governance Institute. Dostupno na: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=944407](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944407) [09.08.2019]

<sup>171</sup> Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2010). Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji. Ekonomski Vjesnik: Review of contemporary business, entrepreneurship and economic issues, 24(1), str. 11-32.

<sup>172</sup> Damodaran, A. (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Stern School of Business. Dostupno na: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf> [09.08.2019]

<sup>173</sup> Novak, B. (2002). Mjerenje i upravljanje dodanom ekonomskom vrijednošću tvrtke. 53(3-4), str. 269-291.

raspolaganja potrebnim podacima. Teškoće u izračunu neto operativne dobiti nakon poreza i investiranog kapitala primarno se odnose na nužnost podešavanja stavki poput goodwilla i druge nemjerljive imovine, troškova preuzimanja ili računovodstvenih rezervi.<sup>174</sup>

---

<sup>174</sup> Ibid.,

## **6. STUDIJA SLUČAJA: USPJEŠNOST AKVIZICIJA ATLANTIC GRUPE**

Dubinski uvid u praktičnu provedbu akvizicija moguć je studijom slučaja ili metodom analize koja omogućava premošćivanje jaza između teorijskog učenja i primjene teorije u stvarnim poslovnim kombinacijama. Pri tome se, u kontekstu fuzija i akvizicija u Hrvatskoj poslovnoj praksi Atlantic Grupa nameće kao prirodan izbor objekta takve studije slučaja. Takvo stajalište moguće je opravdati brojnošću poslovnih kombinacija u koje je Atlantic Grupa bila uključena u dosadašnjem poslovanju te još važnije strateškim i financijskim karakteristikama istih. Također, o značaju akvizicija Atlantic Grupe govori i činjenica kako je preuzimanje Droge Kolinske d.d. ("Droga Kolinska") od strane Atlantic Grupe bila predmetom izučavanja na prestižnoj poslovnoj školi Sveučilišta Harvard (engl. *Harvard Business School* - HBS).

Cilj studije slučaja je ukazati na uspješnost provedbe razvojne strategije Atlantic Grupe velikim dijelom ostvarene eksternim rastom odnosno akvizicijama. Takva analiza zahtjeva detaljnije razmatranje dviju transformacionalnih akvizicija, Cede vite d.o.o. ("Cedevita") i Droge Kolinske. Zajedničko navedenim akvizicijama je dovođenje do značajnih promjena strateškog položaja Atlantic Grupe usljed njihova provođenja. Pri razmatranju navedenih akvizicija fokus studije slučaja je na određivanju strateških motiva za preuzimanjem, načina i procesa financiranja kao i uspješnost provedbe akvizicija promatrane ostvarenjem strateških motiva i financijskim učincima preuzimanja. Nadalje, obzirom na dostupnost podataka i važnost vremenskog konteksta provedenih akvizicija opsežniju analizu uspješnosti provedbe preuzimanja je poželjno i moguće provesti za slučaj preuzimanja Droge Kolinske.

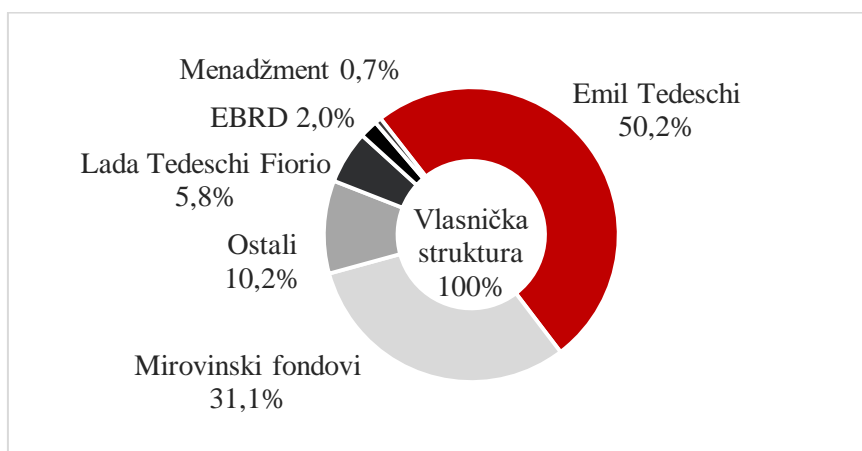
### **6.1. Osnovno o Atlantic Grupi**

Atlantic Grupa jedna je od vodećih vertikalno integriranih multinacionalnih proizvođača i distributera robe široke potrošnje (engl. *fast moving consumer goods* - FMCG) na području Jugoistočne Europe. Poslovne aktivnosti Atlantic Grupe uključuju istraživanje i razvoj, proizvodnju, marketing i prodaju te distribuciju vlastitih i principalskih brendova. Atlantic Grupa zapošljava preko 5500 zaposlenika te broji 16 proizvodnih pogona i 18 distributivnih centara. Proizvodni pogoni Atlantic Grupe nalaze se na području regije odnosno u Hrvatskoj, Sloveniji, Srbiji, Bosni i Hercegovini te Crnoj Gori i Makedoniji, dok se distributivni centri

dodatno nalaze i u Njemačkoj, Austriji te Rusiji. Također, proizvodi Atlantic Grupe prisutni su na preko 40 tržišta diljem Europe i šire.<sup>175</sup>

Osnivač i većinski vlasnik Atlantic Grupe je Emil Tedeschi, dok značajnu ulogu u vlasništvu imaju Europska banka za obnovu i razvoj (engl. *European Bank for Reconstruction and Development* - EBRD) te internacionalni mirovinski fondovi što je moguće interpretirati kao svojevrsan pokazatelj sigurnosti i uspješnosti poslovanja Atlantic Grupe. Detaljni pregled udjela u vlasničkoj strukturi na dan 31. prosinca 2018. godine prikazan je na grafikonu 1.<sup>176</sup>

Grafikon 1: Vlasnička struktura Atlantic Grupe d.d. na dan 31. prosinca 2018. godine.



Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.

Operativno poslovanje Atlantic Grupe organizirano je i prati se putem Strateških poslovnih područja (engl. *strategic business unit* - SBU) i Poslovnih područja (engl. *business unit* - BU) koja obuhvaćaju prodaju vlastitih brendova te Strateških distribucijskih područja (engl. *strategic distribution unit* - SDU) i Distribucijskih područja (engl. *distribution unit* - DU) koja se odnose na prodaju principalskih brendova. Kao posebno Distribucijsko područje izdvaja se Globalno upravljanje mrežom distributera koje se odnosi na sva tržišta kojima Atlantic Grupa posluje ponajviše putem distribucijskih partnera. Poslovna područja kojima se pokrivaju sva tržišta i strateški prodajni kanali vidljivi su na prikazu 1.<sup>177</sup>

<sup>175</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2018. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/G/Godisnje-izvjesce-Atlantic-Grupe-2018-godine/Godi%C5%AInje%20izvje%C5%A1%C4%87e%20Atlantic%20Grupe%202018.%20godine.pdf> [11.08.2019]

<sup>176</sup> Ibid.,

<sup>177</sup> Ibid.,

Prikaz 1: Organizacija operativnog poslovanja Atlantic Grupe d.d. u 2018. godini.

Strateška poslovna područja	Strateška distributivna područja
SPP Pića	SDP Hrvatska
SPP Kava	SDP Srbija
SPP Slatko i slano	SDP Slovenija
SPP Delikatesni namaz	DP Makedonija
SPP Zdravlje i njega	DP Austrija
PP Gourmet	Globalno upravljanje mrežom distributera

Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.

Atlantic Grupa posjeduje snažan portfelj prepoznatljivih brendova kojima ostvaruje jake tržišne pozicije unutar različitih kategorija. U sklopu SPP Pića kao glavne brendove moguće je izdvojiti vitaminski instant napitak Cedevitu, gazirano bezalkoholno piće Cocktu, prirodnu mineralnu vodu DonatMg te vode Kalu i Kalničku. Vodeću regionalnu poziciju u raznovrsnim kategorijama SPP Kava Atlantic Grupa postiže brendovima Barcaffé, Grand kafa i Bonito. U kategoriji konditorskih proizvoda i slanah grickalica prepoznatljivi brend Atlantic Grupe predstavlja Smoki kao sinonim za cjelokupnu kategoriju flipsa. Također, u sklopu SPP područja Slatko i slano nalaze se i drugi regionalno značajni brendovi poput Najlepših Želja ili Bananice. U kategoriji delikatesnih namaza Atlantic Grupa posluje putem globalno poznatih mesnih namaza Argeta i Montana sendviča. SPP Zdravlje njega obuhvaća raznovrsni i snažno diverzificirani portfelj brendova koji se odnose na lanac ljekarni i specijaliziranih prodavaonica Farmacia, dodatke prehrani Dietpharm i Multivitu te dječju hranu Bebi. Konačno PP gourmet odnosi se na brend premium voćnih namaza i ajvara Bakina tajna koji je od početka 2019. godine priključen Strateškom poslovnom području Delikatesnih namaza.<sup>178</sup>

Distribuciju snažno diverzificiranog portfelja vlastitih proizvoda Atlantic Grupa provodi samostalno putem Strateških distribucijskih područja. Izuzev distribucije vlastitih brendova, Atlantic Grupa vodeći je regionalni distributer i multinacionalnih brendova robe široke potrošnje. Kao ključni dugoročni principalski brendovi Atlantic Grupe mogu se izdvojiti svjetski

<sup>178</sup> Ibid.,

poznati brendovi Unilever, Nestlé, Mars, Ferrero, Rauch, Johnson&Johnson, RedBull, Wrigley, HiPP, Stock, Philips, Duracell i BiC.<sup>179</sup>

## **6.2. Analiza rasta Atlantic Grupe putem akvizicija**

U 2018. godini Atlantic Grupa ostvarila je prihode od prodaje u iznosu od 5,3 milijarde kuna. Najranije dostupni podatci o prihodima od prodaje oni su za 1993. godinu prema kojima je ista ostvarila 8 milijuna kuna. Takav rast prihoda od prodaje odnosno njihovo povećanje od 657 puta posljedica je razvojnih promjena Atlantic Grupe koje moguće podijeliti na tri razdoblja značajno različitih strateška položaja, to su:<sup>180</sup>

- a) strateški položaj Atlantic Grupe prije akvizicije Cedevite,
- b) strateški položaj Atlantic Grupe prije akvizicije Droge Kolinske, te
- c) strateški položaj Atlantic Grupe nakon akvizicije Droge Kolinske.

Prema navedenom moguće je razlikovati Atlantic Grupu kao nacionalnog distributera u razdoblju od 1993. do 2000. godine, kao ponajviše regionalnog distributera i proizvođača robe široke potrošnje u razdoblju od 2001. do 2009. godine te kao vertikalno integriranu multinacionalnu kompaniju od 2010. godine.<sup>181</sup>

### **6.2.1. Strateški položaj Atlantic Grupe prije akvizicije Cedevite d.o.o**

Poslovanje Atlantic Grupe započinje 1991. godine osnivanjem poduzeća Atlantic Trade d.o.o. ("Atlantic Trade") kao distributera robe široke potrošnje. Konkretno, početak snažnog distribucijskog poslovanja započinje potpisivanjem ekskluzivnog ugovor o distribuciji na području Hrvatske s multinacionalnom kompanijom Wrigley, najvećim proizvođača guma za žvakanje. U narednom razdoblju, Atlantic Trade razvija se u snažnog distributera s respektabilnim portfeljem principalskih brendova poput Marsa, Ferrera, Johnson&Johnsone, Duracella i sl. Poslovanje temeljeno na distribuciji nastavlja se sve do akvizicije Cedvite 2001. godine. Polazeći od distribucijskog poslovanja kao izvorne djelatnosti Atlantic Grupe, rast

---

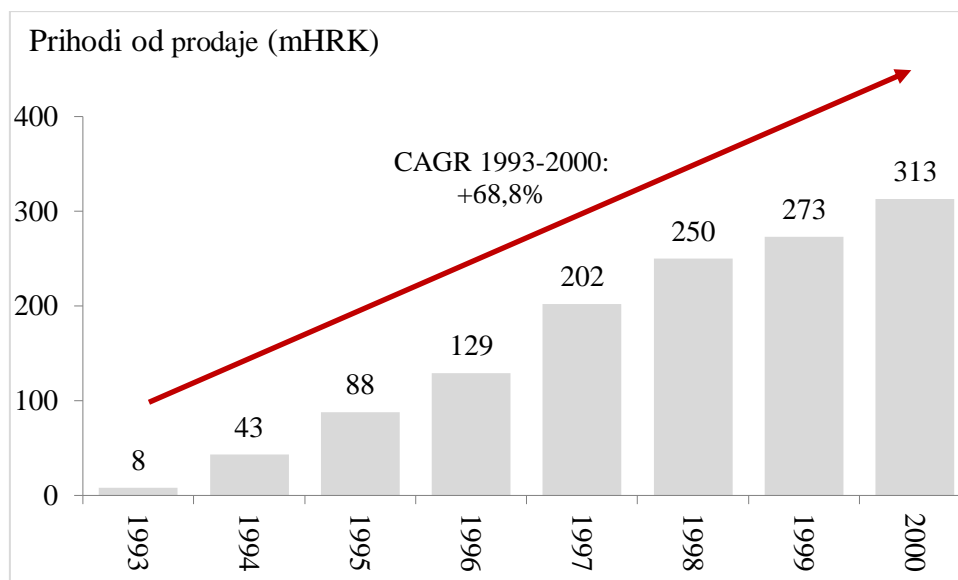
<sup>179</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Atlantic Grupa d.d. Conference of Zagreb and Ljubljana Stock Exchanges, New York. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Z/ZSELJSE-Konferencija-New-York-8travnja-2019/Atlantic%20Grupa%20-%20Conference%20in%20NY.pdf> [12.08.2019]

<sup>180</sup> Ibid.,

<sup>181</sup> Ibid.,

prihoda od prodaje od 1993. do 2000. godine predstavlja jedino razdoblje isključivo organskog rasta Atlantic Grupe, a njegova dinamika prikazana je na grafikonu 2.<sup>182</sup>

*Grafikon 2: Dinamika prihoda od prodaje Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 1993. do 2000. godine.*



*Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.*

Prikazana dinamika prihoda pokazuje postizanje značajnog organskog rasta prema kojem su se prihodi od prodaje prosječno godišnje povećavali preko 68% što je u konačnici rezultiralo postizanjem prihoda od prodaje od 313 milijuna kuna u 2000. godini. Unatoč iznimno visokim stopama rasta strateški položaj Atlantic Grupe u navedenom periodu obilježen je značajnim rizikom usljed visoke ovisnosti o principalskim ugovorima. Također, dodatni rizik poslovanja u navedenom periodu proizlazi iz činjenice da Atlantic Trade prihode od prodaje ostvaruje isključivo na nestabilnom i neprespektivnom tržištu Hrvatske.<sup>183</sup>

#### 6.2.2. Strateški položaj Atlantic Grupe prije akvizicije Droge Kolinske d.d.

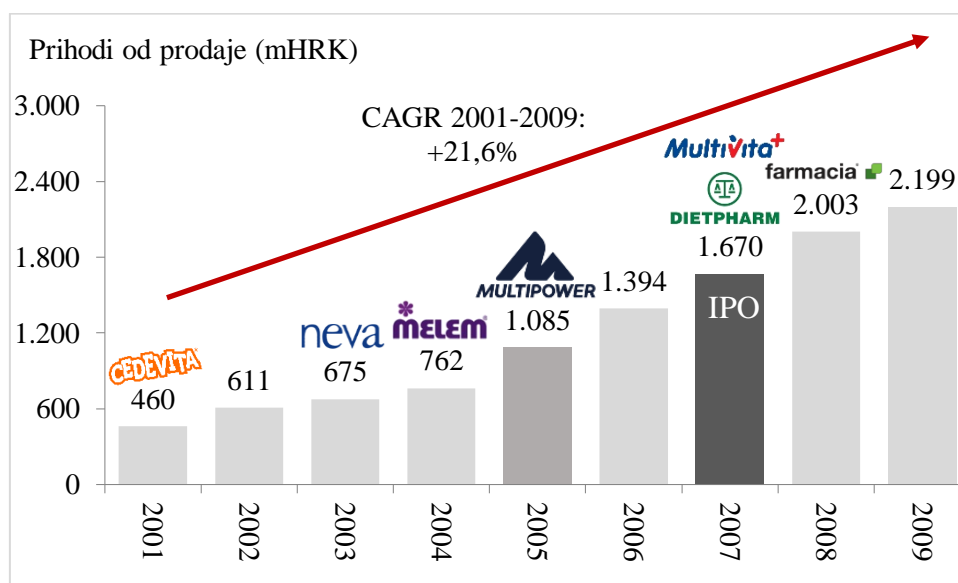
Do iskorka Atlantic Grupe u proizvodno poduzeće dolazi akvizicijom Cedevite 2001. godine čime Atlantic Grupa postaje vlasnikom istoimenog tradicionalnog napitaka Cedevita. Simultano s preuzimanjem Cedevite Atlantic Grupa osnivanjem podružnica u Srbiji, Bosni i Hercegovini te Crnoj Gori ostvaruje i regionalnu ekspanziju distribucijskog i novostvorenog

<sup>182</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Prospekt inicijalne javne ponude dionica ATGR-R-A. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/prospekt\\_inicijalne\\_javne\\_ponude\\_dionica\\_ag.pdf](https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/prospekt_inicijalne_javne_ponude_dionica_ag.pdf) [12.08.2019]

<sup>183</sup> Ibid.,

proizvodnog poslovanja. Takvim razvojem događaja 2002. godine dolazi i do formalnog osnivanja Atlantic Grupe dok Atlantic Trade postaje sastavni dio iste. U narednim godinama Atlantic Grupa razvija se sklapanjem novih principalskih ugovora i širenjem distribucijskog poslovanja u Sloveniju i Makedoniju te brojnim akvizicijama kojima razvija i diferencira vlastiti proizvodni asortiman. Dinamika prihoda i značajnije akvizicije provedene do 2010. godine prikazani su na grafikonu 3.<sup>184</sup>

*Grafikon 3: Dinamika prihoda od prodaje i provedene akvizicije Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 2001. do 2009. godine.*



*Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.*

Na grafikonu je prikazanom dinamikom vidljiv snažan rast prihoda od prodaje koji su se u promatranom periodu apsolutno povećali za preko 1,7 milijardi kuna što predstavlja prosječno godišnje povećanje od preko 21%. Vidljivo je kako složena godišnja stopa rasta pokazuje manje relativne promjene u odnosu na predakvizicijsko razdoblje. Važno je napomenuti kako je takvo smanjenje navedenog pokazatelja rasta isključivo posljedica znatno veće polazne veličine u postakvizicijskom razdoblju. Prema tome, moguće je zaključiti da sinergijskim djelovanjem akvizicija i distributivnog poslovanja dolazi do snažnog povećanja rasta u odnosu na organski rast ostvaren do 2000. godine.

Izuzev preuzimanja Cede vite, prve značajne akvizicije u promatranom razdoblju odnose se na preuzimanje vodećeg proizvođača kozmetike Neve d.o.o. („Neve”) s pripadajućim brendovima

<sup>184</sup> Ibid.,



Plidenta i Rosal te Interchema d.o.o. kao proizvođača poznate zaštitne kreme Melem, a pripajanjem navedenih subjekata poduzeću Cedevida razvija se poslovni segment Zdravlje i njega.<sup>185</sup>

Do prve interregionalizacije poslovanja odnosno ekspanzije na europsko tržište dolazi 2005. godine preuzimanjem njemačkog proizvođača sportske prehrane Haleko OGH čime Atlantic Grupa postaje vlasnikom vodećeg europskog brenda sportke prehrane Multipower. Strateški motivi provođenja transakcije od 12,5 milijuna eura proizlazili su iz potencijalne komplementarnosti sportske prehrane i postojećeg poslovnog segmenta Zdravlje i njega te ostvarenja geografske diverzifikacije s mogućnošću ulaska na tržište EU, Velike Britanije i Rusije koji su činili značajni udio izvora prihoda Multipowera.<sup>186</sup>

Tokom 2007. godine dolazi daljnjeg jačanja poslovnog segmenta Zdravlje i njega preuzimanjem tvrtke Fidifarm d.o.o. kao vodećeg proizvođača vitamina i dodataka prehrani u Hrvatskoj obuhvaćenih pod krovnim brendom Dietpharm te akvizicijom poduzeća Multivita d.o.o. kao proizvođača instant vitaminskog napitka čime Atlantic Grupa osnažuje poziciju vodećeg proizvođača vitaminskih napitaka na području Jugoistočne Europe.<sup>187</sup>

Konačno, 2008. godine Atlantic Grupa započinje preuzimati ljekarničke ustanove specijalizirane za prodaju lijekova na recept kao i lijekova bez recepta (engl. *over the counter* - OTC) čime počinje razvijati privatni lanac ljekarni pod brendom Farmacia. Preuzimanje brojnih ljekarni od strane Atlantic Grupe može se smatrati oblikom vertikalne integracije obzirom da će se značajni dio ljekarničkog asortimana odnositi na prodaju vlastitih proizvoda iz poslovnog segmenta Zdravlje i njega.<sup>188</sup>

Provedenim akvizicijama do kraja 2009. godine Atlantic Grupa izrasta u jednog od vodećih europskih proizvođača sportske prehrane, regionalnog lidera u proizvodnji vitaminskih napitaka i dodataka prehrani te istaknutog proizvođača kozmetičkih proizvoda kao i vlasnika jednog od vodećeg privatnog lanca ljekarni u Hrvatskoj. Također, ne znemarujući distribucijski

---

<sup>185</sup> Ibid.,

<sup>186</sup> Zagrebačka Burza. (2019). Atlantic Grupa - preuzela Njemački Haleko OGH. Dostupno na: [https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/340-05-ATGR\\_%20preuzela\\_njemacki\\_Haleko.pdf](https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/340-05-ATGR_%20preuzela_njemacki_Haleko.pdf) [15.08.2019]

<sup>187</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2007. godinu. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/report-2007/Izvjescje\\_o\\_stanju\\_drustva2007.pdf](https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/report-2007/Izvjescje_o_stanju_drustva2007.pdf) [15.08.2019]

<sup>188</sup> Zagrebačka burza. (2019). Atlantic Grupa d.d. - Početak formiranja nacionalnog ljekarničkog lanca. Dostupno na: [https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/47-08-ATGR\\_ljekarne\\_Coner\\_i\\_Farmako.doc](https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/47-08-ATGR_ljekarne_Coner_i_Farmako.doc) [15.08.2019]

segment poslovanja Atlantic Grupa postaje i regionalni lider u distribuciji robe široke potrošnje što ostvaruje pirncipalskim, ali i vlastitim brendovima.<sup>189</sup>

Važno je napomenuti kako u promatranom razdoblju dolazi i do transformacije Atlantic Grupe u dioničko društvo puštanjem 31% dionica Atlantic Grupe u slobodan promet (engl. *free float*) na uređeno tržište Zagrebačke burze što je u to vrijeme predstavljalo najveću inicijalnu javnu ponudu (engl. *inicial public offering* - IPO) dionica od strane jednog poduzeća u privatnom vlasništvu.<sup>190</sup>

### 6.2.3. Strateški položaj Atlantic Grupe nakon akvizicije Droge Kolinske d.d.

Preuzimanjem Droge Kolinske 2010. godine Atlantic Grupa postaje jedna od najvećih vertikalno integriranih prehrambenih poduzeća u Jugoistočnoj Europi sa snažno diverzificiranim portfeljem vlastitih i principalskih proizvoda. Razdoblje nakon akvizicije Droge Kolinske ponajprije je obilježeno sveobuhvatnim procesom integracije Atlantic Grupe i Droge Kolinske s fokusom na distribucijske, logističke i proizvodne aktivnosti korporacije. Također, u istoj godini preuzimanja Droge Kolinske dolazi i do akvizicije poduzeća Kalničkih voda Bionatura d.d. ("Bionatura") čime Atlantic Grupa preuzima i asortiman flaširanih voda pod brendovima Kala i Kalnička. Posljednju značajnu akviziciju Atlantic Grupe predstavlja preuzimanje društva Foodland d.o.o. s prepoznatljivim brendom premium voćnih namaza Bakina Tajna, dok je u kontekstu distribucijskog poslovanja značajan iskorak napravljen ugovaranjem distribucije jednog od vodećih multinacionalnih proizvođača robe široke potrošnje Unilevera.<sup>191</sup> Dinamika prihoda u postakvizicijskom razdoblju Atlantic Grupe prikazana je na grafikonu 5.<sup>192</sup>

---

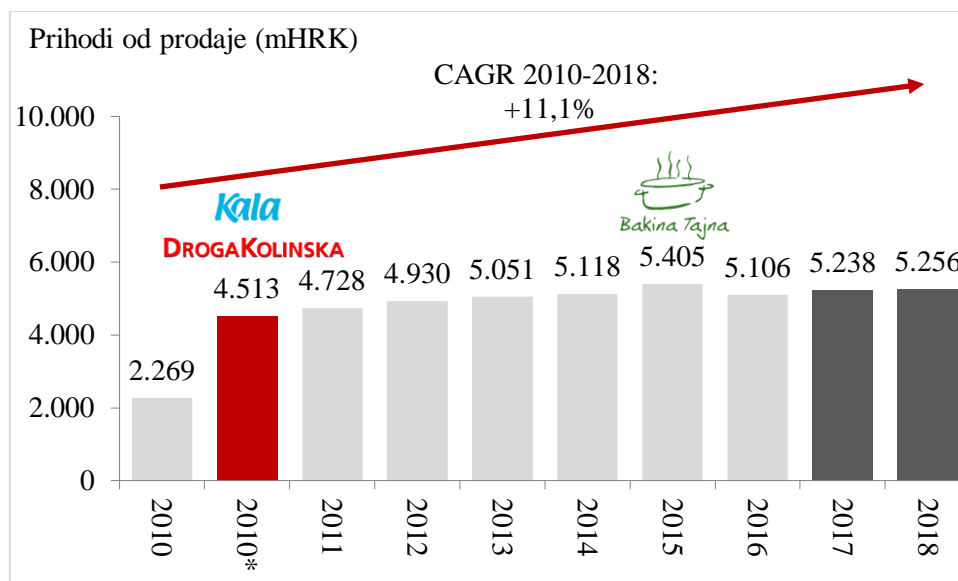
<sup>189</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2018. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/G/Godisnje-izvjesce-Atlantic-Grupe-2018-godine/Godi%C5%A1nje%20izvje%C5%A1%C4%87e%20Atlantic%20Grupe%202018.%20godine.pdf> [19.08.2019]

<sup>190</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2008. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/report-2008/Izvjesce%20o%20stanju%20drustva.pdf> [19.08.2019]

<sup>191</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2018. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/G/Godisnje-izvjesce-Atlantic-Grupe-2018-godine/Godi%C5%A1nje%20izvje%C5%A1%C4%87e%20Atlantic%20Grupe%202018.%20godine.pdf> [19.08.2019]

<sup>192</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Prospekt inicijalne javne ponude dionica ATGR-R-A. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/prospekt\\_inicijalne\\_javne\\_ponude\\_dionica\\_ag.pdf](https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/prospekt_inicijalne_javne_ponude_dionica_ag.pdf) [19.08.2019]

Grafikon 4: Dinamika prihoda od prodaje i provedene akvizicije Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 2001. do 2009. godine.



\*2010\*: stupac 2010\* odnosi se na pro-forma konsolidaciju Atlantic Grupe i Droge Kolinske u 2010. godini.

Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.

U razdoblju nakon akvizicije Droge Kolinske Atlantic Grupa ostvaruje daljnje povećanje prihoda od prodaje. Dinamikom prihoda od prodaje vidljivo je prosječno godišnje povećanje istih od preko 11%. Također, na grafikonu je vidljivo i smanjenje stope rasta do 2015. godine u kojoj Atlantic Grupa ostvaruje rekordni rezultat prihoda od prodaje od visokih 5,4 milijardi kuna. U 2016. dolazi do prve negativne promjene prihoda od prodaje što je ponajviše uzrokovano padom prodaje u SPP Sportska i aktivna prehrana usljed prekida suradnje s najvećim kupcem privatne robne marke (engl. *private label* - PL).<sup>193</sup> Tokom 2017. i 2018. godine Atlantic Grupa započinje proces divestiranja ne-strateških poslovnih operacija (engl. *non-core business operations*) što uključuje prodaju proizvodnih pogona SPP Sportska i aktivna prehrana korištenih u svrhu proizvodnje privatne robne marke belgijskoj tvrtki Aminolabs Group, prepuštanje vlastite distribucije Multipowera njemačkom distributeru Genuport i prodaju društva Neva i njezinih renomiranih brendova Melem, Plidenta i Rosal domaćoj tvrtki Magdis d.o.o.<sup>194</sup> Također, početkom 2019. godine Atlantic Grupa sklopila je

<sup>193</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2016. godinu. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2016/AG\\_GODISNJE-IZVJESCE\\_2016\\_HR.pdf](https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2016/AG_GODISNJE-IZVJESCE_2016_HR.pdf) [19.08.2019]

<sup>194</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2018. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/G/Godisnje-izvjesce-Atlantic-Grupe-2018-godine/God%C5%A1nje%20izvje%C5%A1%C4%87e%20Atlantic%20Grupe%202018.%20godine.pdf> [19.08.2019]

ugovor o prodaji preostalog poslovanja SPP Sportska i aktivna prehrana uključujući i brend Multipower sa njemačkim distribucijskim partnerom Genoport.<sup>195</sup> U navedenom razdoblju divestiranja ne-strateških poslovnih operacija Atlantic Grupa ostvaruje povećanje prihoda od prodaje koji u 2018. godini iznose 5,3 milijardi kuna. Navedeni rast prihoda od prodaje 2017. i 2018. godine predstavlja značajan uspjeh Atlantic Grupe obzirom da je isti ostvaren usljed značajnog gubitka dijela prihoda ostvarenih preko najvećeg regionalnog maloprodajnog lanca.<sup>196</sup>

### 6.3. Analiza odabranih akvizicija Atlantic Grupe

Prethodno opisane razvojne promjene Atlantic Grupe promatrane putem različitih strateških položaja određene su preuzimanjem Cedevite i Droge Kolinske kao radikalnim prekretnicama u poslovanju. Time je uvjetovan i detaljniji uvid u strateške motive za preuzimanjem, proces preuzimanja i financiranja, kao i učinke samih akvizicija na poslovanje u postakvizicijskom razdoblju. U slučaju preuzimanja Cedevite ocjena uspješnosti akvizicija u najvećoj mjeri će se odnositi na ocjenu ispunjenja strateških motiva za preuzimanjem, dok je u slučaju akvizicije Droge Kolinske moguće razmotriti i širi spektar financijskih pokazatelja. Iako se metode istraživanja uspješnosti ponuđene od strane ekonomske literature više usredotočuju na promatranje uspjeha akvizicija u smislu pozitivnog povrata od investicije za ulagatelja, u sklopu ocjene uspješnosti akvizicija Atlantic Grupe iste će se ponajprije promatrati u kontekstu ostvarivanja daljnjeg rasta i razvoja poduzeća neovisno o njegovim većinskim vlasnicima te individualnim investitorima koji su u mogućnosti trgovanjem dionicama Atlantic Grupe.

#### 6.3.1. Analiza uspješnosti akvizicije Cedeveite d.o.o

Preuzimanjem proizvođača poznatog vitaminskog napitka Cedevite 2001. godine dolazi do transformacije Atlantic Grupe iz isključivo distribucijskog u distribucijsko i proizvodno poduzeće. S jedne strane promjena djelatnosti od distribucije prema proizvodnji određuje akviziciju Cedevite kao slučaj srodnog konglomeratskog preuzimanja. S druge strane, obzirom na već razvijenu distribucijsku i logističku mrežu Atlantic Grupe kao i stečeni *know-how* u

---

<sup>195</sup> Mergermarket. (2019). Atlantic Grupa sells Sport and functional food business to Genuport. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/intelligence/view/2814424> [20.08.2019]

<sup>196</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2018. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/G/Godisnje-izvjesce-Atlantic-Grupe-2018-godine/Godi%C5%A1nje%20izvje%C5%A1%C4%87e%20Atlantic%20Grupe%202018.%20godine.pdf> [20.08.2019]

distribucijskom poslovanju navedenu akviziciju moguće je okarakterizirati i kao oblik vertikalne integracije.

Do divestiranja Cedevite od strane farmaceutske kompanije Pliva d.o.o. ("Pliva") dolazi nastavkom provođenja strategije preraspodjele resursa i fokusiranja na matično poslovanje odnosno farmaceutiku. Poduzeće Cedevita samostalno je poslovala od 2000. godine u sklopu Plivnog poslovnog programa prehrane. Također, osim proizvodnje vitaminskog napitka Cedevita se bavila i proizvodnjom čajeva, konditorskih proizvoda te dječje hrane pod brendom Vivera.<sup>197</sup>

Obzirom da u predakvizicijskom razdoblju Atlatic Grupa prihode ostvaruje isključivo na temelju distribucijskog poslovanja u Hrvatskoj kao glavni strateški motivi preuzimanja Cedevite mogu se navesti diverzifikacija poslovanja s ciljem redukcije ovisnosti o distribucijskim principalima i geografska diverzifikacija s ciljem redukcije ovisnosti o nestabilnom tržištu Hrvatske. Također, akvizicija Cedevite potaknuta je i poduzetničkom željom za ulazak u proizvodnu djelatnost kao i ostvarivanjem viših marži prodajom vlastitih brendova.<sup>198</sup>

Provođenje akvizicije Cedevite ostvareno je putem osnivanja društva posebne namjene (engl. *special purpose vehicle* - SPV) s ciljem onemogućavanja prijenosa visokog rizika akvizicije na distribucijsko poslovanje Atlantic Grupe. Navedno društvo pod nazivom Hopen d.o.o. ("Hopen") uspostavljeno je od strane Atlantic Grupe, njemačke razvojne banke DEG (engl. *German development bank* - DEG) te financijskog partnera Grocer Holding SA iz Luksemburga. Time je financiranje akvizicije Cedevite djelomično provedeno vlastitim kapitalom poduzeća Hopen te kreditiranjem od strane Raiffeisen Banke, njemačke razvojne banke DEG i same Plive. Također, akvizicija Cedevite parcijalno je financirana prodajom dijela Cedevitinog poslovanja koji se odnosi na proizvodnju dječje hrane pod brendom Vivera. U tu svrhu provedeno je tzv. *spin off* divestiranje koje podrazumijeva izdvajanje dijela poslovanja u vlastito poduzeće i prodaju istog. Konkretno, u slučaju akvizicije Cedevite Atlantic Grupa prodala je novostvoreno poduzeće Vivera poznatom njemačkog proizvođaču dječje hrane HiPP čime je manjim dijelom sufinancirala samu akviziciju Cedevite. U konačnici

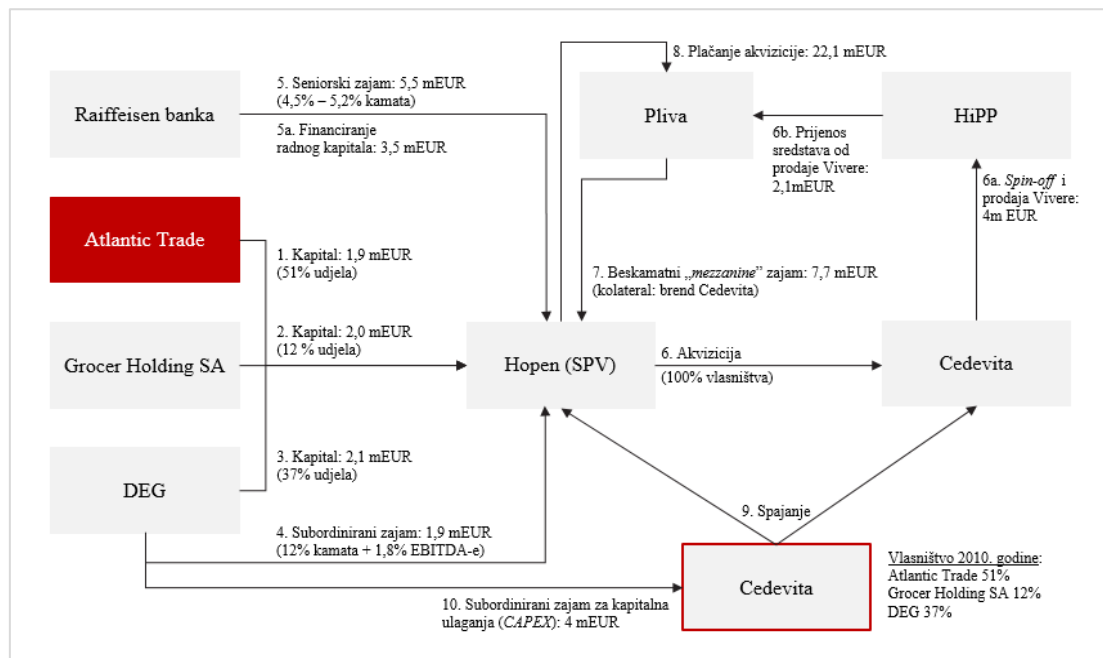
---

<sup>197</sup> Pliva d.d. (2019). PLIVA prodala preostali dio poslovnog programa prehrane. Dostupno na: <http://www.pliva.hr/press-kutak/novosti/clanak/49/PLIVA-prodala-preostali-dio-poslovnoga-programa-prehrane.html> [20.08.2019]

<sup>198</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Atlantic Grupa: Our growth story. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/W/We-are-Growing/We%20are%20Growing.pdf> [20.08.2019]

cijena preuzimanja Cedevite iznosila je 24,2 milijuna eura, a koraci procesa financiranja akvizicije vidljivi su na prikazu 2.<sup>199</sup>

Prikaz 2: Proces financiranja akvizicije Cedevite od strane Atlantic Grupe d.d. 2001. godine.



Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.

Iz prikazanog procesa financiranja akvizicije Cedevite vidljivo je kako je Atlantic Grupa postala većinski vlasnik Cedevite financiranjem iz različitih eksternih izvora, dok je izvornim vlastitim kapitalom sudjelovala tek u iznosu od 1,9 milijuna eura što predstavlja samo 8% akvizicijske cijene. Također, specifičnost financiranja akvizicije Cedevite je u tome što je ista podrazumijevala korištenje tzv. *mezzanine* duga kao instrumenta kreditiranja akvizicije. Općenito *mezzanine* financiranje označava hibridni instrument financiranja dugom i kapitalom koji omogućava kreditoru da u slučaju nemogućnosti otplate kredita pretvori svoje potraživanje u vlasnički kapital (dionice) poduzeća. U slučaju akvizicije Cedevite *mezzanine* financiranje korišteno je na način da je usljed nedostatka sredstava Atlantic Grupa kupila materijalnu imovinu Cedevite u novcu, dok je brend ili trgovački znak Cedevite dan u zajam na 3 godine s dogovorenim datumom otplate u svibnju 2004. godine. U slučaju neplaćanja zajma Pliva je zaštićena mogućnošću pretvaranja duga u kapital Cedevite, dok je u slučaju otplate zajma ostvaren prijenos brenda Cedevita na Atlantic Grupu.<sup>200</sup> Također, važno je napomenuti kako je u postakvizicijskom razdoblju Atlantic Grupa postepeno otkupljivala vlasničke udjele

<sup>199</sup> Ibid.,

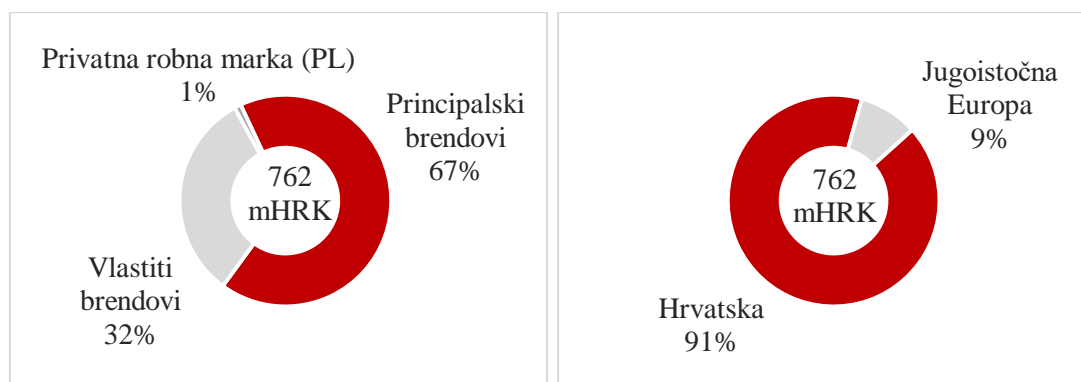
<sup>200</sup> Ibid.,

njemačke razvojne banke DEG i Grocer Holdinga SA, a 100%-im vlasnikom Cedevite postaje tek 2014. godine.<sup>201</sup>

Uspješnost preuzimanja Cedevite moguće je promatrati iz dva gledišta. Pri čemu prvo gledište predstavlja kratkoročni utjecaj Cedevite na Atlantic Grupu u smislu diverzifikacije izvora prihoda od prodaje, dok je drugo gledište usredotočeno na dugoročni utjecaj Atlantic Grupe na rast i razvoj cedevite. Važno je napomenuti kako u postakvizicijskom razdoblju Cedevita nastavlja poslovanje kao zasebni legalni entitet unutar Atlantic Grupe usredotočen na proizvodnju, temeljna istraživanja, razvoj novih proizvoda i marketing, dok Atlantic Grupa preuzima distribuciju i prodaju Cedevitinih proizvoda.<sup>202</sup>

Prikaz utjecaja preuzimanja Cedevite na diverzifikaciju izvora prihoda od prodaje Atlantic Grupe ograničen je dostupnošću javno objavljenih podataka. Razmatranje geografskog i kategorijskog profila prihoda od prodaje najjranije je moguće za 2004. godinu, isti je prikazan na grafikonu 5.<sup>203</sup>

*Grafikon 5: Profil prihoda od prodaje Atlantic Grupe d.d. u 2004. godini.*



*Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.*

Prikazanim profilom prihoda od prodaje vidljivo je kako Atlantic Grupa već 3 godine nakon preuzimanja Cedevite preko 30% prihoda od prodaje ostvaruje vlastitim brendovima. Važno je napomenuti kako se navedeni prihodi od prodaje vlastitih brendova odnose na prodaju proizvoda Cedevite i Neve u sklopu tada jedinog segmenta poslovanja Zdravlja i njege. U

<sup>201</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2014. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2014/Godisnje%20izvjesce%20za%202014.%20godinu.pdf> [20.08.2019]

<sup>202</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Prospekt izdanja obveznica Atlantic Grupe. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/atgr-o-11ca-prospekt.pdf> [20.08.2019]

<sup>203</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Prospekt inicijalne javne ponude dionica ATGR-R-A. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/prospekt\\_inicijalne\\_javne\\_ponude\\_dionica\\_ag.pdf](https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/prospekt_inicijalne_javne_ponude_dionica_ag.pdf) [20.08.2019]

sastavu navedenog segmenta prihodi od prodaje Cedevitnih proizvoda iznose 154 milijuna kuna. Time ja izolirani utjecaj preuzimanja Cedevite na kategorijalnu diverzifikaciju vidljiv udjelom prihoda od prodaje Cedevitnih proizvoda u ukupnim prihodima od prodaje u iznosu od 20%.<sup>204</sup>

Utjecaj preuzimanja Cedevite na geografsku diverzifikaciju prihoda vidljiv je prema podacima o prihodima od prodaje u 2005. godini prema kojima prihodi od prodaje Cedevite iznose 203,9 milijuna kuna pri čemu je 36% istih ostvareno na inozemnim tržištima. Obzirom da prihodi od prodaje ostvareni izvan tržišta Hrvatske u istoj godini iznose 292,6 milijuna kuna tada je učinak preuzimanja Cedevite na smanjenje ovisnosti o Hrvatskom tržištu vidljiv udjelom inozemnih prihoda od prodaje u ukupnim inozemnim prihodima od prodaje u iznosu od 25%.<sup>205</sup>

Pozitivni učinak Atlantic Grupe na proizvodni asortiman Cedevite ponajviše se očituje kroz snažan razvoj novih proizvoda. Naime, vitaminski napitak Cedevita kao najprodavaniji artikl istoimenog poduzeća u predakvizicijskom razdoblju bio je namijenjen isključivo kućnoj upotrebi te se prodavao u maloprodaji i ljekarnama. Po preuzimanju Cedevite, 2003. godine Atlantic Grupa započinje razvijanje 15-gramskog pakiranja Cedevite namijenjenog ugostiteljskom (HoReCa) kanalu.<sup>206</sup> Također, 2007. godine Atlantic Grupa razvojem novog proizvoda CedevitaGO! u proizvodni portfelj Cedevite uvodi novu *almost-ready-to-drink* kategoriju čime otvara novi prodajni kanal Cedevite namijenjen konzumaciji u pokretu. Time Cedevita vitaminski napitak pokriva sve potrošačke kanale koji se odnose na domaćinstva, ugostiteljski segment te konzumaciju u pokretu.<sup>207</sup> Visokim ulaganjima u razvoj novih proizvoda i uspješnim marketinškim strategijama prihodi od prodaje Cedevite povećali su se sa 154 milijuna kuna u 2000. godini na 312,8 milijuna kuna u 2018. godini što predstavlja prosječno godišnje povećanje od 1,6%.<sup>208</sup>

Na uspješnost razvoja Cedevite ukazuju i rezultati istraživanja indeksa snage brenda (engl. *brand strenght index* - BSI) robe široke potrošnje provedenog od strane agencije za

---

<sup>204</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Prospekt izdanja obveznica Atlantic Grupe. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/atgr-o-11ca-prospekt.pdf> [20.08.2019]

<sup>205</sup> Ibid.,

<sup>206</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Prospekt inicijalne javne ponude dionica ATGR-R-A. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/prospekt\\_inicijalne\\_javne\\_ponude\\_dionica\\_ag.pdf](https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/prospekt_inicijalne_javne_ponude_dionica_ag.pdf) [20.08.2019]




<sup>207</sup> Zagrebačka Burza. (2019). Atlantic Grupa d.d. - proširena informacija o lansiranju projekta Cedevita GO! Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=10011&pojam=cedevita&IsItSearch=1> [20.08.2019]

<sup>208</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2018. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/G/Godisnje-izvjesce-Atlantic-Grupe-2018-godine/Godi%C5%AInje%20izvje%C5%A1%C4%87e%20Atlantic%20Grupe%202018.%20godine.pdf> [20.08.2019]



marketinško savjetovanje i neuromarketinška istraživanja tržišta Valicon. Snaga brenda izračunata je na temelju prepoznatljivosti, iskustva korištenja te konzumaciji brenda u Srbiji, Hrvatskoj, Bosni i Hercegovini, Makedoniji i Sloveniji. Prema navedenom istraživanju brend Cdevita 2016. godine zauzeo je treće mjesto među najjsnažnijim regionalnim FMCG brendovima što je vidljivo i na prikazu 3.<sup>209</sup>

*Prikaz 3: Top 25 regionalnih brendova robe široke potrošnje prema istraživanju Valicon u 2016. godini.*

1. 	2. 	3. 	4. 	5. 
6. 	7. 	8. 	9. 	10. 
11. 	12. 	13. 	14. 	15. 
16. 	17. 	18. 	19. 	20. 
21. 	22. 	23. 	24. 	25. 

*Izvor: Izrada autora prema podacima Valicon, 2019.*

Navedenim prikazom vodećih regionalnih brendova robe široke potrošnje vidljivo je kako Atlantic Grupa u 2016. godini značajne rezultate postiže i brendovima Argetom, Smokijem i Cocktom koji čine sastavni dio proizvodnog portfelja Atlantic Grupe od preuzimanja Droge Kolinske 2010. godine.

### 6.3.2. Analiza uspješnosti akvizicije Droge Kolinske d.d.

Do najznačajnijeg razvojnog preokreta u poslovanju Atlantic Grupe dolazi 2010. godine preuzimanjem Droge Kolinske od slovenskog poduzeća Istrabenz d.d. ("Istrabenz"). Istrabenz je holding društvo s osnovnom djelatnošću upravljanja istoimenom grupacijom Skupina Istrabenz pod kojom je između ostalog poslovala i Droga Kolinska. Do osnivanja Droge Kolinske dolazi 2005. godine konsolidacijom velikih slovenskih poduzeća Droga d.d. i Kolinska d.d. s ciljem stvaranja prehrambenog poduzeća sa snažnim tržišnim pozicijama u

<sup>209</sup> Valicon. (2019). Valicon top25 regional brands 2016. Dostupno na: <https://www.valicon.net/sl/top25/> [22.08.2019]

regiji. Utjecajan proizvodni portfolio Droge Kolinske obuhvaćao je brojne proizvode u području proizvodnje i prodaje kave, bezalkoholnih pića, delikatesnih namaza, slanih grickalica, konditorskih proizvoda te dječje hrane. Vodeći proizvodi Droge Kolinske u predakvizicijskom razdoblju odnosili su se na proizvodnju kave pod brendovima Grand Kafa, Barcaffé i Bonito, paštetni namaz Argetu, bezalkoholno gazirano piće Cocktu, slane grickalice Smoki, konditorske proizvode pod brendom Najlepše Želje, prirodnu mineranu vodu DonatMg te brend dječje hrane Bebi.<sup>210</sup>

Prodaja Droge Kolinske izvorno je uzrokovana neuspješnim provođenjem otkupa Istrabenza od strane njegovog menadžmenta (engl. *management buyout* - MBO) koji dovodi do izrazito visoke zaduženosti poduzeća. Tokom 2008. godine visok dug u kombinaciji sa globalnom finacijskom krizom dovodi skupinu Istrabenz u prebankrotno stanje. Nadalje, neuspjelim dogovaranjem s kreditorima insolventnog Istrabenza 2008. godine dolazi do provođenja prisilnog programa prodaje imovine s ciljem finacijskog restrukturiranja i servisiranja duga od preko 930 milijuna eura.<sup>211</sup> O nužnosti prodaje Droge Kolinske svjedoče i finacijski pokazatelji poslovanja Skupine Istrabenz u razdoblju od 2007. do 2010. godine koji su prikazani u tablici 1.<sup>212 213</sup>

Tablica 1: Finacijski pokazatelji poslovanja skupine Istrabenz za razdoblje od 2007. do 2010. godine.

mEUR	2007	2008	2009	2010	% Δ 2009/2008	% Δ 2010/2009
Prihodi od prodaje*	604,6	661,7	610,4	326,6	-7,7%	-46,5%
EBITDA*	75,3	85,0	69,8	25,2	-17,9%	-63,9%
EBITDA marža*	12,5%	12,8%	11,4%	7,7%	-11,0%	-32,6%
Neto dobit	116,4	-221,1	-71,9	-12,0	-67,5%	-83,3%
Finacijski dug	n/a	930,3	805,8	388,2	-13,4%	-51,8%
Neto dug/EBITDA	n/a	10,6	10,8	14,8	2,1%	36,6%

\*Podaci za 2010. godinu predstavljaju normalizirane podatke koji ne uključuju divestirana poduzeća te poduzeća koja su u postupku stečaja.

Izvor: Izračun autora prema podacima Istrabenza d.d., 2019.

<sup>210</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Atlantic Grupa - Akvizicija Droge Kolinske. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Akvizicija-Droge-Kolinske/Atlantic%20Grupa%20-%20Akvizicija%20Droga%20Kolinske.pdf> [23.08.2019]

<sup>211</sup> Reuters. (2019). Update1 - Istrabenz CEO resigns over insolvency, 08' loss. Dostupno na: <https://www.reuters.com/article/slovenia-istrabenz/update-1-istrabenz-ceo-resigns-over-insolvency-08-loss-idUSLV70258720090331> [23.08.2019]

<sup>212</sup> Istrabenz d.d. (2019). Godišnje izvješće Istrabenza d.d. i Skupine Istrabenz za 2009. godinu. Dostupno na: <http://www.istrabenz.si/slo/investitorji/letnainmedletnaporocila> [23.08.2019]

<sup>213</sup> Istrabenz d.d. (2019). Godišnje izvješće Istrabenza d.d. i Skupine Istrabenz za 2010. godinu. Dostupno na: <http://www.istrabenz.si/slo/investitorji/letnainmedletnaporocila> [23.08.2019]

Prikazanim financijskim pokazateljima Skupine Istrabenz u 2010. godini vidljiv je i učinak prodaje članica Droga Kolinska, Istrabenz Gorenje Projekt d.o.o., Turizem Kras d.d. i Simt d.o.o. u svrhu provođenja financijskog restrukturiranja poslovanja. Navedeno se odnosi na smanjenje duga od preko 400 milijuna eura u 2010. u odnosu na 2009. godinu, dok je prikazano povećanje neto duga u odnosu na EBITDA-u posljedica normalizacije EBITDA-e u 2010. godini.

S druge strane, preuzimanje Droge Kolinske od strane Atlantic Grupe ponajviše je motivirano povećanjem udjela vlastitih brendova u ukupnim prihodima od prodaje, provođenjem daljnje geografske diverzifikacije te povećanjem profitabilnosti odnosno EBITDA marže. Takvi motivi vidljivi su kao ostvarivi usljed brojnih potencijalnih prodajnih i troškovnih sinergija koji proizlaze iz kompatibilnosti industrija, proizvodnog asortimana i tržišta Droge Kolinske i Atlantic Grupe. Nadalje, kao dodatni strateški razlozi za preuzimanje Droge Kolinske mogu se navesti.<sup>214</sup>

- a) širenje vlastitog predakvizicijskog proizvodnog asortimana,
- b) ostvarenje ekonomije obujma u nabavi sirovina i materijala,
- c) troškovno restrukturiranje,
- d) jačanje pregovaračke moći s dobavljačima i kupcima, te
- e) fokusiranje na kategorije s višim potencijalom rasta.

Akvizicija Droge Kolinske predstavlja iznimno rijedak slučaj preuzimanja u domaćoj ali i globalnoj poslovnoj praksi obzirom da se prema određenim financijskim pokazateljima radi o preuzimanju većeg od strane manjeg poduzeća. Primjerice, 2009. godine ukupna imovina Droge Kolinske iznosila je 349,6 milijuna eura dok je iste godine ukupna imovina Atlantic Grupe iznosila 241,9 milijuna eura.<sup>215</sup> Također, na sličnosti i razlike Atlantic Grupe i Droge Kolinske u godini akvizicije ukazuju i financijski rezultati poslovanja za 2010. godinu prikazani u tablici 2.<sup>216</sup>

---

<sup>214</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Atlantic Grupa - Akvizicija Droge Kolinske. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Akvizicija-Droge-Kolinske/Atlantic%20Grupa%20-%20Akvizicija%20Droga%20Kolinske.pdf> [23.08.2019]

<sup>215</sup> Prema prosječnom godišnjem deviznom tečaju HNB-a 2009. godine: HRK/EUR = 7,339554

<sup>216</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Revidirani financijski rezultati Atlantic Grupe d.d. u 2010. godini. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-za-2010-godinu\\_revidirani-rezultati/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202010.%20godini\\_revidirani%20rezultati.pdf](https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-za-2010-godinu_revidirani-rezultati/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202010.%20godini_revidirani%20rezultati.pdf) [23.08.2019]

Tablica 2: Financijski pokazatelji poslovanja Atlantic Grupe d.d. i Droge Kolinske d.d. u 2010. godini.

2010, (mHRK)	Atlantic Grupa	Droga Kolinska	AG + DK
Prihodi od prodaje	2.268,6	2.244,4	4.513,0
EBITDA	220,0	324,7	544,7
EBITDA marža	9,7%	14,5%	12,1%
Neto dobit	106,8	39,6	146,4

\*Kolona AG + DK predstavlja pro-forma konsolidaciju Atlantic Grupe (AG) s Drogom Kolinskom (DK) u 2010. godini.

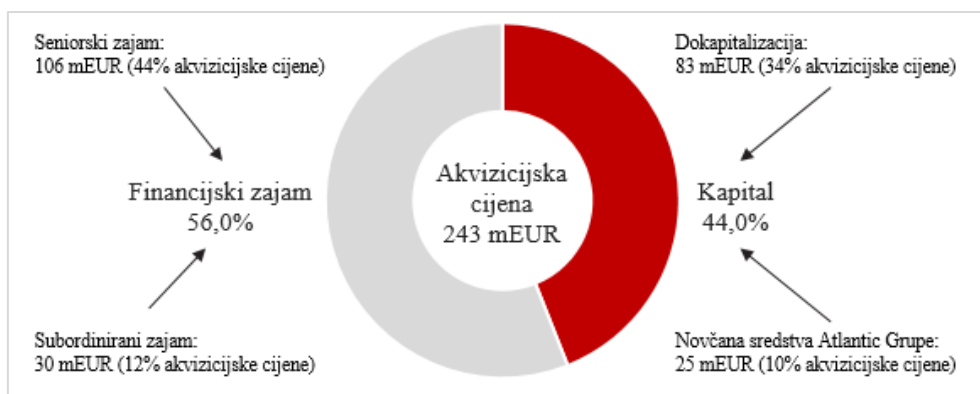
Izvor: Izračun autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.

Jednostavnim pregledom ključnih financijskih pokazatelja vidljivo je kako Atlantic Grupa u godini akvizicije ostvaruje tek znatno veće prihode od prodaje od Droge Kolinske. S druge strane Droga Kolinska ostvaruje višu EBITDA maržu što je pokazatelj veće operativne efikasnosti. Također, navedena razlika operativne profitabilnosti ujedno predstavlja i jedan od glavnih motiva za preuzimanjem Droge Kolinske. Konačno, značajno manja neto dobit Droge Kolinske logična je posljedica prelijevanja visokih finacijskih dugova skupine Istrabenz na vlastite podružnice.

Preuzimanje Droge Kolinske obavljeno je plaćanjem 100%-og udjela u vlasništvu u iznosu od 243 milijuna eura što predstavlja razliku procijenjene vrijednosti društva (engl. *enterprise value* - EV) od 382 milijuna eura i neto duga Droge Kolinske na dan preuzimanja u iznosu od 140 milijuna eura. Financiranje akvizicije manjim dijelom omogućeno je vlastitim kapitalom Atlantic Grupe prikupljenim iz postojećih novčanih sredstava i dokapitalizacijom, dok je ostatak sredstava pribavljen dodatnim zaduživanjem. Detaljan prikaz financijske strukture plaćanja kapitalne vrijednosti (engl. *equity value*) Droge Kolinske prikazan je na grafikonu 4.<sup>217</sup>

<sup>217</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Atlantic Grupa - Akvizicija Droge Kolinske. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Akvizicija-Droge-Kolinske/Atlantic%20Grupa%20-%20Akvizicija%20Droga%20Kolinske.pdf> [23.08.2019]

Grafikon 6: Financijska struktura plaćanja akvizicije Droge Kolinske d.d. od strane Atlantic Grupe d.d. 2010. godine.



Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.

Iz prikazane strukture plaćanja kapitane vrijednosti Droge Kolinske vidljivo je kako je značajan iznos sredstava prikupljen dokapitalizacijom. Dodatna kapitalna sredstva osigurana su od strane njemačke razvojne banke DEG u iznosu od 11 milijuna eura te ulaganjem 27,5 milijuna eura novog dioničara, Europske banke za obnovu i razvoj. Također, određena sredstva uložena su i od strane većinskog vlasnika Emila Tedeschog s ciljem zadržavanja kontrolnog udjela u vlasništvu. S druge strane financijsko zaduživanje odnosi se na seniorski sindicirani kredit Raiffeisen Gruppe i UniCredit Grupe u iznosu od 106 milijuna eura te subordinirani *mezzanine* zajam u iznosu od 30 milijuna eura odobren od strane Europske banke za obnovu i razvoj.<sup>218</sup>

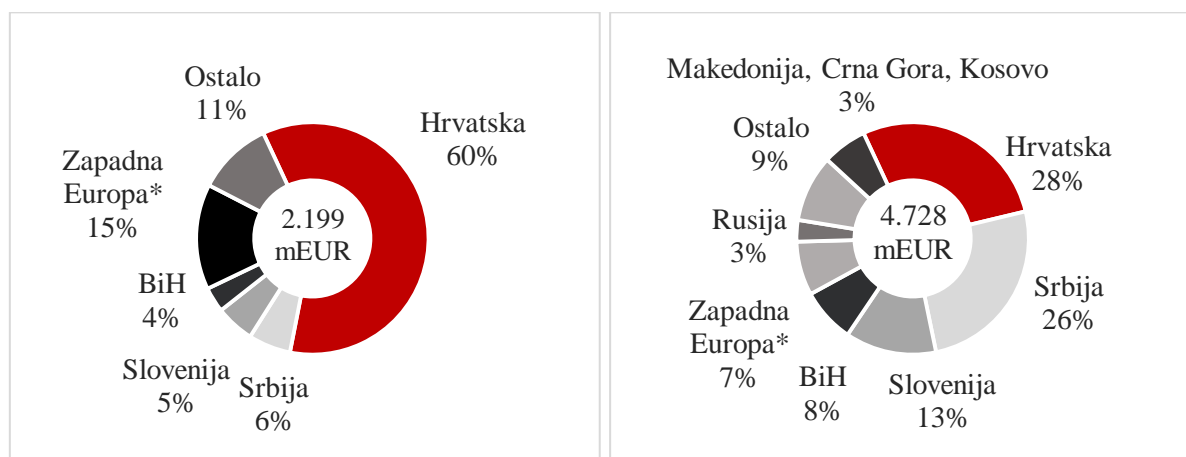
Inicijalnu uspješnost preuzimanja Droge Kolinske prije svega moguće je procijeniti ispunjenjem glavnih motiva za preuzimanjem koji se odnose na postizanje geografske ekspanzije, poboljšanje omjera prihoda od prodaje vlastitih i principalskih brendova te povećanje operativne profitabilnosti. Ocjena ispunjenja navedenih motiva akvizicije moguća je stavljanjem u odnos profila prihoda od prodaje i pokazatelja operativne profitabilnosti Atlantic Grupe u 2011. godini kao početne godine postakvizicijskog razdoblja prema istim pokazateljima u 2009. godini. Profil prihoda od prodaje po tržištima prije i nakon preuzimanja Droge Kolinske prikazan je na grafikonu 7.<sup>219, 220</sup>

<sup>218</sup> Ibid.,

<sup>219</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Revidirani financijski rezultati Atlantic Grupe d.d. u 2010. godini. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-za-2010-godinu\\_revidirani-rezultati/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202010.%20godini\\_revidirani%20rezultati.pdf](https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-za-2010-godinu_revidirani-rezultati/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202010.%20godini_revidirani%20rezultati.pdf) [25.08.2019]

<sup>220</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Revidirani financijski rezultati Atlantic Grupe d.d. u 2011. godini. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-u-2011godini--->

Grafikon 7: Profil prihoda od prodaje po tržištima Atlantic Grupe d.d. u 2009. i 2011. godini.



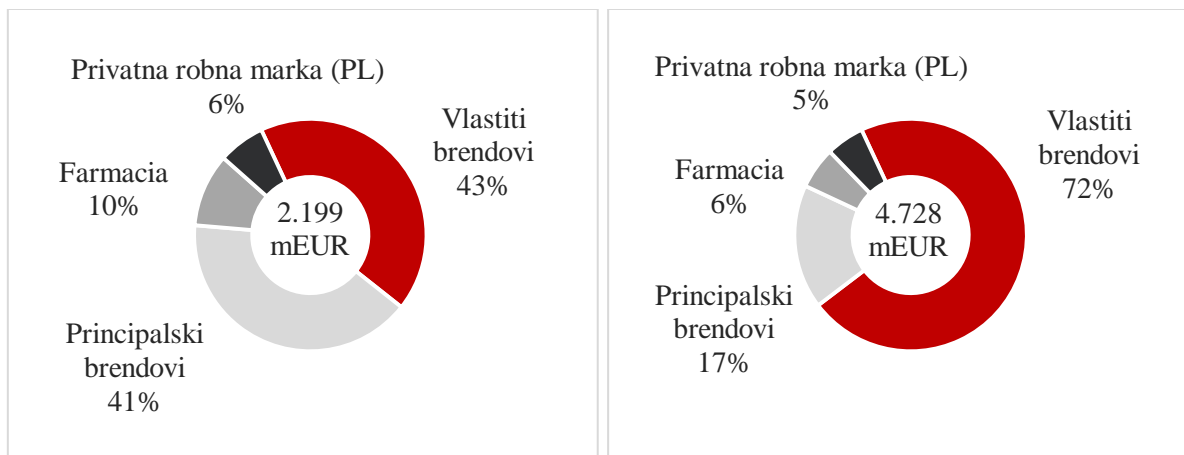
\*Zapadna Europa: Njemačka, Italija, Velika Britanija

Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.

Prikazanim profilom prihoda od prodaje po tržištima vidljiv je značajan učinak preuzimanja Droge Kolinske na ekspanziju poslovanja Atlantic Grupe. Naime, usljed akvizicije tržište Hrvatske na kojem je u 2009. ostvareno 60% ukupnih prihoda od prodaje u 2011. godini čini tek 28% izvora prihoda od prodaje. Takvo kretanje prije svega je uzrokovano porastom udjela tržišta Slovenije i Srbije na kojima je Droga Kolinska u predakvizicijskom razdoblju ostvarivala većinu prihoda od prodaje. Važno je napomenuti kako u 2011. godini Atlantic Grupa ostvaruje povećanje prihoda od prodaje na svim tržištima neovisno o relativnom kretanju njihovih udjela.

Povećanje udjela vlastitih brendova u ukupnim prihodima od prodaje kao ostvarenje drugog važnog motiva akvizicije Droge Kolinske prikazano je na grafikonu 8.

Grafikon 8: Profil prihoda od prodaje po kategorijama proizvoda Atlantic Grupe d.d. u 2009. i 2011. godini.

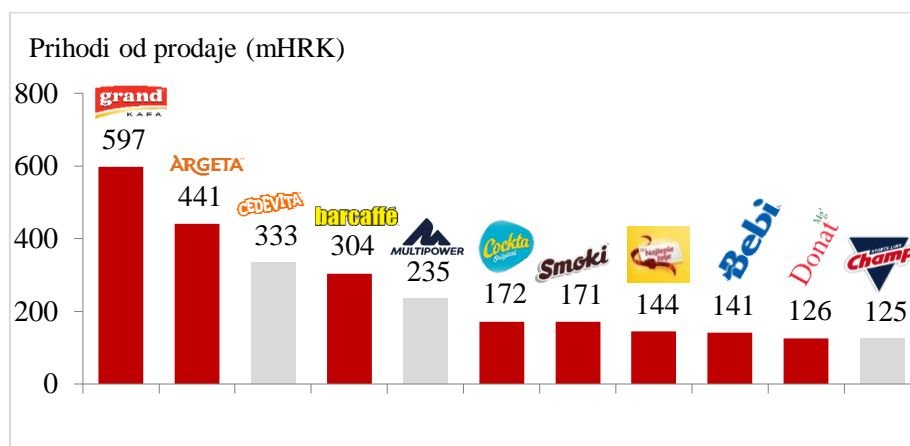


Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.

Usporedbom profila prihoda od prodaje po kategorijama proizvoda u postakvizicijskom i predakvizicijskom razdoblju vidljivo je kako dolazi do značajnog rasta udjela vlastitih brendova koji sa 43% rastu na 72% ukupnih prihoda od prodaje. Takvim kretanjem segment distribucije postaje tek manjim dijelom cjelokupnog poslovanja Atlantic Grupe s ciljem podrške prodaje vlastitih brendova. Važno je napomenuti kako usljed akvizicije Droge Kolinske i posljedičnog rasta udjela vlastitih brendova u ukupnim prihodima od prodaje od skoro 30 postotnih poena dolazi i do snažne diverzifikacije vlastitog proizvodnog portfelja pri čemu Atlantic Grupa u 2011. godini raspolaže sa čak 11 brendova s prihodima od prodaje većim od 100 milijuna kuna što je prikazano i na grafikonu 9.<sup>221</sup>

<sup>221</sup> Ibid.,

Grafikon 9: Prihodi od prodaje ključnih brendova Atlantic Grupe d.d. u 2011. godini.



Izvor: Izrada autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.

Prikazanim grafikonom vidljivo kako u strukturi ključnih vlastitih brendova Atlantic Grupe u 2011. godini najznačajniju ulogu imaju brendovi u kategoriji kave Grand Kafa i Barcaffé te Argeta u kategoriji mesnih namaza. Značaj preuzimanja Droge Kolinske pokazuje i činjenica da u strukturi ključnih brendova Atlantic Grupe u 2011. godini sudjeluju tek 3 brenda akvirirana prije 2010. godine, a to su Cedevita i brendovi sportske prehrane Multipower i Champ.

Promjena EBITDA marže kao pokazatelja operativne efikasnosti ili profitabilnosti u 2011. godini u odnosu na 2009. godinu prikazana je u tablici 3.<sup>222 223</sup>

Tablica 3: Pokazatelji operativne profitabilnosti Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 2009. do 2011. godine.

mEUR	2009	2010	2011	% Δ 2010/2009	% Δ 2011/2010
Prihodi od prodaje	2.199	2.687	4.728	22,2%	76,0%
EBITDA	197	220	501	11,7%	127,6%
EBITDA marža	9,0%	8,2%	10,6%	-8,6%	29,3%

Izvor: Izračun autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.

Iz prikazane dinamike profitabilnosti vidljiv je inicijalni utjecaj povećanja EBITDA marže u 2011. u odnosu na 2010. godinu od 29,3% što je ponajviše uzrokovano povećanjem vlastitog

<sup>222</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Revidirani financijski rezultati Atlantic Grupe d.d. u 2010. godini. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-u-2011godini---revidirano/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202011.%20godini%20-%20revidirano.pdf> [27.08.2019]

<sup>223</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2011. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/report-2011/Godisnje%20izvjesce%20za%202011.pdf> [27.08.2019]



proizvodnog portfelja te posljedičnim padom udjela principalskih brendova u izvorima prihoda od prodaje. Takvo kretanje operativne profitabilnosti predstavlja logičnu posljedicu obzirom da se prodajom vlastitih proizvoda općenito postižu više prodajne marže.

Promatranje uspješnosti preuzimanja Droge Kolinske moguće je i u kontekstu ostvarenja potencijalnih prodajnih i troškovnih sinergija poslovanja u postakvizicijskom odnosno integracijskom razdoblju. Prema godišnjim izvješćima Atlantic Grupe integracija Droge Kolinske u poslovanje Atlantic Grupe provedena je u dvije faze.<sup>224</sup> Pri tome prvu fazu integracijskih aktivnosti provedenih u prvom polugodištu 2011. godine određuje postizanje sinergijskih učinaka usljed objedinjavanja distribucijskih aktivnosti i logističkih procesa Droge Kolinske i Atlantic Grupe na svim regionalnim tržištima. Primjerice, na tržištu Srbije je od primarno 11 logističkih centara cjelokupno poslovanje prealocirano na 4 nove centralne lokacije. Također, uštede su postignute implementacijom centraliziranog sustava nabave i koncepata ključnih kupaca (engl. *key account*) za osnovne sirovine te implementacijom centraliziranog marketinga.<sup>225</sup>

Druga faza integracije započela je u drugom polugodištu 2011. godine s ciljem konsolidacije proizvodnih postrojenja. U tu svrhu provedeno je preseljenje punionice Cockte za tržište Hrvatske i BiH od prijašnjih ugovornih proizvođača (engl. *outsourcing*) u punionicu Atlantic Grupe akviriranu u sklopu akvizicije Kalničkih voda Bionatura. Također, jednakim postupkom dolazi i do preseljenja prženja kave za tržište Hrvatske u vlastito postrojenje.<sup>226</sup> Nastavak druge faze integracije u 2012. godini bio je usmjeren na daljnju konsolidaciju proizvodnih postrojenja te početak konsolidacije informacijske tehnologije. Time dolazi do preseljenja proizvodnje sportske prehrane Multipower od ugovornog proizvođača u vlastiti proizvodni pogon, dok su značajne troškovne sinergije postignute integracijom informacijske tehnologije i uspostavom istih poslovnih rješenja poput rješenja poput SAP-a u Sloveniji ili MIS-a u Makedoniji.<sup>227</sup>

Prema godišnjem izvješću Atlantic Grupe za 2011. godinu u istoj godini ostvarene su sinergijske uštede u iznosu od 43,9 milijuna kuna.<sup>228</sup> Obzirom da ostvarena EBITDA u 2011.

---

<sup>224</sup> Ibid.,

<sup>225</sup> Ibid.,

<sup>226</sup> Ibid.,

<sup>227</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2012. godinu. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2012/Godisnje%20izvjesce2012\\_752013\\_1.pdf](https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2012/Godisnje%20izvjesce2012_752013_1.pdf) [27.08.2019]

<sup>228</sup> Prema prosječnom godišnjem deviznom tečaju HNB-a 2011. godine: HRK/EUR = 7,434204

godini iznosi 501 milijun kuna tada je ostvarenje sinergijskih ušteda ponajviše vidljivo njihovim udjelom u EBITDA-i u iznosu od 8,8%.<sup>229</sup>

Unatoč nemogućnosti izolacije sinergijskih učinaka preuzimanja Droge Kolinske iz javno objavljenih podataka Atlantic Grupe kretanjem određenih računovodstvenih kategorija i financijskih pokazatelja moguće je ukazati na potencijalno ostvarenje sinergijskih potencijala. Pri tome je u smislu prodajnih sinergija moguće razmatrati kretanje prihoda od prodaje, dok bi se troškovne sinergije trebale odraziti na operativne troškove poslovanja. Ostvarenje prodajnih i troškovnih sinergija vidljivo je kretanjem ključnih financijskih pokazatelja u razdoblju od 2011. do 2013. godine što je prikazano u tablici 4.<sup>230</sup> Važno je napomenuti kako iz prezentiranih financijskih pokazatelja nije moguće donositi egzaktnu zaključku o sinergijskim ostvarenjima obzirom da je kretanje istih pod utjecajem raznovrsnih poslovnih okolnosti. Primjerice 2011. godina obilježena je značajnim porastom troškova nabavne vrijednosti prodane robe i troškova proizvodnog materijala usljed snažnog, globalnog porasta cijene kave od 55% što predstavlja značajnu promjenu okolnosti poslovanja obzirom da kategorija kave u 2011. godini sudjeluje u ukupnim proizvodnim troškovima u iznosu od 36%.<sup>231</sup>

*Tablica 4: Dinamika ključnih financijskih pokazatelja Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 2011. do 2015. godine.*

mHRK	2011	2012	2013	% prihoda od prodaje 2011	% prihoda od prodaje 2013	CAGR 2011-2013
Prihodi od prodaje	4.728	4.930	5.051	100,0%	100,0%	3,4%
Nabavna vrijednost prodane trgovačke	- 1.188	- 1.155	- 1.223	-25,1%	-24,2%	1,5%
Troškovi materijala i energije	- 1.641	- 1.815	- 1.716	-34,7%	-34,0%	2,2%
Troškovi radnika	- 635	- 651	- 672	-13,4%	-13,3%	2,9%
Troškovi marketinga i unapređenja prodaje	- 301	- 321	- 352	-6,4%	-7,0%	8,1%
Ostali troškovi poslovanja	- 534	- 500	- 535	-11,3%	-10,6%	0,1%
EBITDA	501	575	591	10,6%	11,7%	8,6%
Neto dobit	55	66	199	1,2%	3,9%	90,4%
Neto dug	2.494	2.353	2.059	52,8%	40,8%	-9,1%
Neto dug/EBITDA	4,98	4,09	3,49	n/a	n/a	-16,3%

*Izvor: Izračun autora prema podacima Atlantic Grupe d.d., 2019.*

<sup>229</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2011. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/report-2011/Godisnje%20izvjesce%20za%202011.pdf> [28.08.2019]

<sup>230</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Ključni financijski podaci Atlantic Grupe d.d. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/hr/investitori/financijski-podaci/> [28.08.2019]

<sup>231</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2011. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/report-2011/Godisnje%20izvjesce%20za%202011.pdf> [28.08.2019]

Unatoč navedenim ograničenjima prema prikazanoj tablici vidljivo je kako u integracijskom razdoblju dolazi do povećanja prihoda od prodaje što je djelomično zasigurno uzrokovano i prodajnim sinergijama. S troškovne strane dolazi do samnjenja većine kategorije operativnih troškova promatranih relativno kao udjela u prihodima od prodaje. Važno je napomenuti kako je povećanje troškova marketinga uvjetovano znatno visokim dodatnim marketinškim ulaganjima te se ne može pripisati nepostizanju troškovnih sinergija. Pozitivna kretanja operativnih troškova u konačnici rezultiraju povećanjem EBITDA marže sa 10,6% u 2011. godini na 11,7% u 2013. godini.

Postakvizicijsko razdoblje preuzimanja Droge Kolinske određeno je i postizanjem financijskih sinergija odnosno značajnim smanjenjem zaduženosti Atlantic Grupe što je vidljivo većim rastom neto dobiti od rasta operativne dobiti te pokazateljem odnos neto duga i EBITDA. Smanjenje zaduženosti ponajviše je posljedica refinanciranja omogućenog uspješnom integracijom Droge Kolinske u 2011. i 2012. godini. Konkretno, krajem 2012. godine Atlantic Grupa potpisuje ugovor o refinanciranju postojećih kredita korištenih za preuzimanje Droge Kolinske čime otvara novi kreditni aranžman s nižom kamatnom stopom te produljenjem ročnosti u odnosu na akvizicijski kredit.<sup>232</sup> Smanjenje zaduženosti vidljivo je pokazateljem odnos neto duga i EBITDA koji u 2013. godini iznosi svega 3,49 što predstavlja značajno smanjenje u odnosu na 2011. godinu.

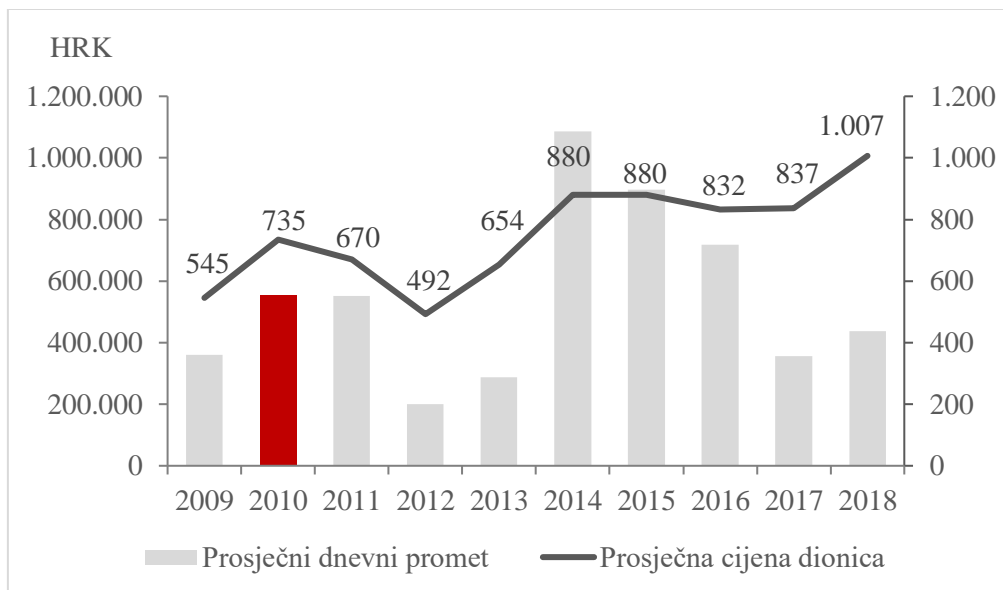
Obzirom da Atlantic Grupa od 2007. godine posluje kao dioničko društvo uspješnost preuzimanja Droge Kolinske moguće je promatrati i kretanjem cijena dionica prije i nakon akvizicije. Dinamika kretanja prosječnih dnevnih cijena i prosječnog dnevnog prometa Atlantic Grupe u razdoblju od 2009. do 2018. prikazana je na grafikonu 10.<sup>233</sup>

---

<sup>232</sup> Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2012. godinu. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2012/Godisnje%20izvjesce2012\\_752013\\_1.pdf](https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2012/Godisnje%20izvjesce2012_752013_1.pdf) [27.08.2019]

<sup>233</sup> Zagrebačka Burza. (2019). Povijesni podaci kretanja dionice Atlantic Grupe d.d. Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1075> [27.08.2019]

*Grafikon 10: Dinamika kretanja dnevnih cijena i prosječnog godišnjeg prometa dionica Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 2009. do 2018. godine.*



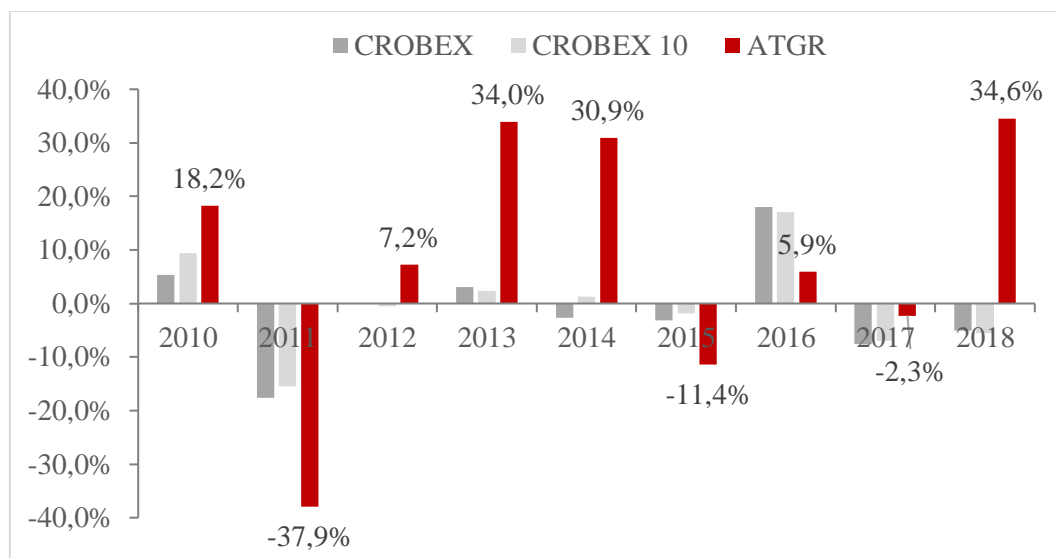
*Izvor: Izrada autora prema podacima Zagrebačke Burze, 2019.*

Pozitivan učinak akvizicije Droge Kolinske na dioničare Atlantic Grupe vidljiv je kretanjem prosječne dnevne cijene dionica koja se u godini akvizicije povećava sa 547 na 735 kuna što predstavlja godišnji rast od 35%. U narednom razdoblju vidljiv je pad prosječne cijene dionica sve do 2012. godine što predstavlja očekivano kretanje obzirom na visoku neizvjesnost ishoda preuzimanja i značajnu zaduženost Atlantic Grupe usljed akvizicije. U narednom razdoblju do 2014. godine dolazi do rasta cijene dionice što je moguće pripisati uspješnom procesu integracije, snažnom rastu prihoda i smanjenju zaduženosti Atlantic Grupe.

Ostvarenje Atlantic Grupe na tržištu kapitala u postakvizicijskom razdoblju moguće je promatrati i usporedbom kretanja zaključne godišnje cijene dionice s dioničkim indeksima Zagrebačke Burze. Takvim pristupom eliminiraju se utjecaji očekivanja investitora o kretanjima cjelokupnog gospodarstva Hrvatske na vrijednost dionice Atlantic Grupe. Postotne promjene zaključne godišnje cijene dionice Atlantic Grupe i burzovnih indeksa CROBEX te CROBEX10 u postakvizicijskom razdoblju prikazane su na grafikonu 11.<sup>234</sup>

<sup>234</sup> Ibid.,

*Grafikon 11: Dinamika kretanja postotnih promjena zaključnih godišnjih cijena dionica Atlantic Grupe d.d. te indeksa CROBEX i CROBEX10 u razdoblju od 2010. do 2018. godine.*



*Izvor: Izrada autora prema podacima Zagrebačke Burze, 2019.*

Prikazanom dinamikom kretanja zaključnih cijena dionice Atlantic Grupe i referentnih burzovnih indeksa vidljivo je kako Atlantic Grupa u godini akvizicije nadmašuje tržišna kretanja ostvarujući povećanje od 18,2% u odnosu na 2009. godinu. Obrnuto, u prvoj godini postakvizicijskog razdoblja vrijednost dionice Atlantic Grupe ostvaruje znatno veći pad u odnosu na indekse CROBEX i CROBEX10. U narednom razdoblju dolazi do snažnog rasta vrijednosti dionice Atlantic Grupe iznad tržišnih kretanja, a takav trend vidljiv je sve do 2015. godine nakon čega dolazi do godišnjih oscilacija koje u konačnici rezultiraju pozitivnim kretanjem u 2018. godini.

Kao dodatni i izvedeni pokazatelj uspješnosti akvizicije Droge Kolinske može poslužiti i objava jedne od vodećih medijskih kompanija na području fuzija i akvizicija, Mergermarket. Naime, prema objavi portala navedene kompanije Atlantic Grupa krajem travnja 2019. godine objavila je interes za novom internacionalnom akvizicijom u rasponu akvizicijske cijene od 50 do 350 milijuna eura. Kao glavni motivi za novom akvizicijom navode se jačanje pozicije na regionalnom tržištu i ubrzavanje ekspanzije na već prisutnim i novim Europskim tržištima.<sup>235</sup>

<sup>235</sup> Mergermarket. (2019). Atlantic Grupa interested in acquisitions in central and south eastern Europe, DACH region – VP. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/intelligence/view/2816771> [29.08.2019]

## 7. ZAKLJUČAK

Fuzije i akvizicije kao poslovne kombinacije koje obuhvaćaju različite načine kupnje i spajanja poduzeća predstavljaju široko prepoznate strateške opcije postizanja rasta i razvoja. Unatoč njihovoj popularnosti, fuzije i akvizicije predstavljaju složeni fenomen poslovne prakse, između ostalog određenog i visokom stopom neuspjeha. Iako postoje razni uzroci neuspjeha fuzija i akvizicija kao najčešći razlog moguće je izdvojiti sukob poslovnih kultura između poduzeća kupca i akviriranog poduzeća. Usprkos niskim izgledima postizanja uspješnog spajanja ili preuzimanja poduzeća su sklona provođenju istih kako bi postigla često kompatibilne ciljeve poput prodajnih i troškovnih sinergijskih učinaka, geografske ekspanzije i diverzifikacije poslovanja.

Vrijedan primjer kontinuiranog provođenja uspješnih akvizicija predstavlja i jedan od važnijih regionalnih proizvođača i distributera robe široke potrošnje Atlantic Grupa. U manje od tri desetljeća postojanja Atlantic Grupa postigla je izniman rast što je ponajviše posljedica provođenja uspješnih horizontalnih i vertikalnih akvizicija unutar i izvan Hrvatske. Pri tome je moguće izdvojiti dvije transformacionalne akvizicije koje uzrokuju radikalnu promjenu u strateškom položaju Atlantic Grupe. Prva takva akvizicija odnosi se na preuzimanje skoro zaboravljenog tradicionalnog brenda Cedevita 2001. godine kojom Atlantic Grupa preusmjeruje svoje poslovanje sa distribucije na proizvodnju robe široke potrošnje, dok drugu i važniju transformacionalnu akviziciju označuje kupovina slovenske prehrambene kompanije Droge Kolinske 2010. godine usljed čega Atlantic Grupa postaje značajni regionalni igrač sa snažnim portfeljem kako vlastitih tako i principalskih brendova.

Polazeći od pretpostavljenih teorijskih aspekata fuzija i akvizicija moguće je zaključiti kako je uspješnost većine provedenih akvizicija Atlantic Grupe ponajviše uzrokovana kompatibilnošću akvizicijskih meta sa vlastitim poslovanjem u predakvizicijskom razdoblju što se prije svega odnosi na postizanje operativnih sinergija između distributivnog i proizvodnog programa Atlantic Grupe. Također, uspjehu akvizicija Atlantic Grupe snažno je doprinjelo i promišljeno planiranje te provođenje integracije akviriranih poduzeća u vlastitu poslovnu organizaciju.

Složenost egzaktnog mjerenja uspješnosti preuzimanja i spajanja kao jednog od najkompleksnijih područja istraživanja fuzija i akvizicija vidljiva je i u okviru provedene studije slučaja, a kao najznačajni pokazatelj uspješnosti provedenih akvizicija Atlantic Grupe moguće je izdvojiti ispunjenje strateških motiva za provođenjem akvizicije kao i pozitivna

kretanja u postakvizicijskom razdoblju iste promatrana na tržišnoj ili računovodstvenoj odnosno financijskoj osnovi.

## POPIS LITERATURE

### Knjige:

1. Auerbach, A. J. (1988). Corporate Takeovers: Causes and Consequences. University of Chicago Press, Chicago, USA
2. Bahtijarević-Šibet, F. (1999). Menadžment ljudskih potencijala. Golden Marketing, Zagreb
3. Bragg, S. M. (2009). Mergers & Acquisitions: A Condensed Practitioner's Guide. John Wiley & Sons, New Jersey, USA
4. Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007). Osnove korporativnih financija. Mate d.o.o., Zagreb
5. Bruner, R. F., Perella, J. R. (2004). Applied mergers and acquisitions. Wiley, New Jersey, USA
6. Buble, M., et al. (2005). Strateški menadžment. Sinergija nakladništvo, Zagreb
7. Caughan, P. A. (2017). Mergers, acquisitions & corporate restructurings, Wiley Corporate F&A, Wiley, New Jersey, USA
8. CFA Institute. (2011). Corporate finance (CFA Program curriculum level II volume 3). Pearson custom publishing; CFA Institute, Virginia, USA
9. Damodaran, A. (2008). Acquisitions and takeovers. Handbook of finance, Volume 2, Investment Management and Finance Management, John Wiley & Sons, New Jersey, USA
10. Davies, H., Lam, P-L. (2001). Managerial Economics, An Analysis of Business Issues. Prentice Hall, New Jersey, USA
11. Davis, R., Chang, S. (1986). Principles of Managerial Economics. Prentice Hall, New Jersey, USA
12. Dwivedi, D. N. (2015). Managerial Economics, 8th edition. Vikas publishing house, New Delhi, India
13. Filipović, D. (2012). Izazovi integracijskih procesa: Rast poduzeća putem spajanja, preuzimanja i strateških saveza. Sinergija nakladništvo, Zagreb
14. Fućkan, Đ., Sabol, A. (2013). Planiranje poslovnih dometa. Hum naklada, Zagreb
15. Gašparović, V. (1996). Teorija rasta i upravljanje rastom poduzeća. Školska knjiga, Zagreb



16. Horvat, Đ., Perković, D., Trojak, N. (2012). Strategijsko upravljanje i konkurentnost u novoj ekonomiji. Edukator, Zagreb
17. Jones, G. R. (2003). Organizational Theory, Design, and Change: Text and Cases, 4th edition. Prentice Hall, New Jersey, USA
18. Jovanović, P. (2006). Upravljanje investicijama, šesto izdanje. Fakultet organizacionih nauka, Beograd, Srbija
19. Koutsoyiannis, A. (1979). Moderna mikroekonomika, Drugo izdanje, Mate d.o.o., Zagreb
20. Kumar, V. Sharma, P. (2019). An Insight into Mergers and Acquisitions: A Growth Perspective. Palgrave Macmillan, Basingstoke, UK
21. Orsag, S. (2011) Vrijednosni papiri - Investicije i instrumenti financiranja. Revicon, Sarajevo, BiH
22. Penrose, E., Pitelis, C. (2009). The Theory of the Growth of the Firm, 4th edition. Oxford University Press, SAD
23. Rupčić, N. (2016). Upravljačka ekonomika: Teorija i praksa. Ekonomski fakultet, Rijeka
24. Salvatore, D. (1994). Ekonomija za menadžere u svjetskoj privredi, MATE, Zagreb
25. Sherman A. J. (2018). Mergers and Acquisition from A to Z, 3rd edition. Amacom, New York, USA
26. Sikavica, P., Novak, M. (1999). Poslovna organizacija, treće izdanje. Informator, Zagreb
27. Solnik, B., McLeavey, D. (2004) International Investments, 5th edition. Addison Wesley, Boston, USA
28. Stowe, J. D., et al. (2002). Analysis of Equity Investments: Valuation. Association for Investment Management and Research, United Book Press, Baltimore, USA
29. Tipurić, D. (2014). Iluzija strategije: Razotkrivanje socijalno konstruirane zbilje poduzeća. Sinergija nakladništvo, Zagreb
30. Tipurić, D., Markulin, G. (2002). Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentne prednosti. Sinergija nakladništvo, Zagreb
31. Vidučić, L.J. (2011). Financijski menadžment, sedmo izdanje. RRiF-plus, Zagreb
32. Weston, J. F., Chung, K. S., Hoag, S. E. (1990). Mergers, Restructuring, and Corporate Control. Prentice Hall, New York, USA

#### Znanstveni članci:

1. Bruner, R. F. (2004). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance*, 12(1)
2. Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16)
3. Dimitrić, M., Škalamera-Alilović, D., Spasić, S. (2017). Financijsko vrednovanje i analiza akvizicije - primjer: Atlantic Grupa d.d. i Droga Kolinska d.d. *Financije na prekretnici: Imamo li snage za iskorak?* Ekonomski Fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka
4. Dunković, D. (2001). Ekonomika transakcijskog troška: Razvoj okvira modernog tržišnog partnerstva. *Ekonomski vjesnik*, 1-2(14)
5. Grubišić, D., Mateljak, Ž. (2013). Međuovisnost zastupljenosti problema u planiranju kapaciteta i profitabilnost i konkurentnosti proizvodnih poduzeća. *Ekonomika misao i praksa*, br. 1
6. Kimberly, J. R. (1976). Organizational Size and the Structuralist Perspective: A Review, Critique, and Proposal. *Administrative Science Quarterly*, 21(4)
7. Knežević, B., Wach, K. (2014). International Business From the Central European Perspective. University of Zagreb - Faculty of Economics and Business
8. Matić, B., Bilas, V., Bači, V. (2010). Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji. *Ekonomski Vjesnik: Review of contemporary business, entrepreneurship and economic issues*, 24(1)
9. Nguyen, H., Kleiner, B. H. (2003). The effective management of mergers. *Leadership & Organization Development Journal*, 24(8)
10. Novak, B. (2002). Mjerenje i upravljanje dodanom ekonomskom vrijednošću tvrtke. 53(3-4), str. 269-291.
11. Pintarić, J. (2010). Korporativne strategije poduzeća i obilježja menadžmenta ljudskih potencijala. *EFZG - serija članaka u nastajanju*
12. Rastogi, N., Trivedi, M. K. (2016). Pestle technique - A tool to identify external risks in Construction project. *International Research Journal of Engineering and Technology (IRJET)*, 3(1)
13. Rupčić, N. (2003). Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu. *Ekonomika istraživanja*, 16(2).
14. Sisek, B. (2005). Strane izravne investicije u hrvatskoj - Uzroci neuspjeha. *Zbornik ekonomskog fakulteta*, 3(1)

15. Tipurić, D. Markulin, G. (2002). Partnership, networks, alliances - New strategic opportunities for croatian firms. Podravina: časopis za multidisciplinarna istraživanja, 1(1)
16. Weinzimmer, L. (1998). Measuring organizational growth: Issues, consequences and guidelines. Journal of Management, 24(2)

Internetski izvori:

1. Atlantic Grupa d.d. (2019). Atlantic Grupa - Akvizicija Droge Kolinske. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Akvizicija-Droge-Kolinske/Atlantic%20Grupa%20-%20Akvizicija%20Droga%20Kolinske.pdf>
2. Atlantic Grupa d.d. (2019). Atlantic Grupa d.d. Conference of Zagreb and Ljubljana Stock Exchanges, New York. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Z/ZSELJSE-Konferencija-New-York-8travnja-2019/Atlantic%20Grupa%20-%20Conference%20in%20NY.pdf>
3. Atlantic Grupa d.d. (2019). Atlantic Grupa: Our growth story. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/W/We-are-Growing/We%20are%20Growing.pdf>
4. Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2007. godinu. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/report-2007/Izvjesce\\_o\\_stanju\\_drustva2007.pdf](https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/report-2007/Izvjesce_o_stanju_drustva2007.pdf)
5. Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2008. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/report-2008/Izvjesce%20o%20stanju%20drustva.pdf>
6. Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2011. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/report-2011/Godisnje%20izvjesce%20za%202011.pdf>
7. Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2012. godinu. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2012/Godisnje%20izvjesce2012\\_752013\\_1.pdf](https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2012/Godisnje%20izvjesce2012_752013_1.pdf)
8. Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2014. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2014/Godisnje%20izvjesce%20za%202014.%20godinu.pdf>

9. Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2016. godinu. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2016/AG\\_GODISNJE-IZVJESCE\\_2016\\_HR.pdf](https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Godisnje-izvjesce-2016/AG_GODISNJE-IZVJESCE_2016_HR.pdf)
10. Atlantic Grupa d.d. (2019). Godišnje izvješće Atlantic Grupe d.d. za 2018. godinu. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/G/Godisnje-izvjesce-Atlantic-Grupe-2018-godine/Godi%C5%A1nje%20izvje%C5%A1%C4%87e%20Atlantic%20Grupe%202018.%20godine.pdf>
11. Atlantic Grupa d.d. (2019). Ključni financijski podaci Atlantic Grupe d.d. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/hr/investitori/financijski-podaci/>
12. Atlantic Grupa d.d. (2019). Prospekt inicijalne javne ponude dionica ATGR-R-A. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/prospekt\\_inicijalne\\_javne\\_ponude\\_dionica\\_ag.pdf](https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/prospekt_inicijalne_javne_ponude_dionica_ag.pdf)
13. Atlantic Grupa d.d. (2019). Prospekt izdanja obveznica Atlantic Grupe. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/uploads/documents/atgr-o-11ca-prospekt.pdf>
14. Atlantic Grupa d.d. (2019). Revidirani financijski rezultati Atlantic Grupe d.d. u 2010. godini. Dostupno na: [https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-za-2010-godinu\\_revidirani-rezultati/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202010.%20godini\\_revidirani%20rezultati.pdf](https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-za-2010-godinu_revidirani-rezultati/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202010.%20godini_revidirani%20rezultati.pdf)
15. Atlantic Grupa d.d. (2019). Revidirani financijski rezultati Atlantic Grupe d.d. u 2011. godini. Dostupno na: <https://www.atlantic.hr/media/files/fileitem/Financijski-rezultati-u-2011godini---revidirano/Financijski%20rezultati%20Atlantic%20Grupe%20u%202011.%20godini%20-%20revidirano.pdf>
16. Damodaran, A. (2006). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Stern School of Business. Dostupno na: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf>
17. Greiner, L. E. (1998). Evolution and Revolution as Organizations Grow, Harvard Business Review. Dostupno na: <https://hbr.org/1998/05/evolution-and-revolution-as-organizations-grow>
18. Istrabenz d.d. (2019). Godišnje izvješće Istrabenza d.d. i Skupine Istrabenz za 2009. godinu. Dostupno na: <http://www.istrabenz.si/slo/investitorji/letnainmedletnaporocila>

19. Istrabenz d.d. (2019). Godišnje izvješće Istrabenza d.d. i Skupine Istrabenz za 2010. godinu. Dostupno na: <http://www.istrabenz.si/slo/investitorji/letnainmedletnaporocila>
20. Loi, T., Khan, A. (2012.) Determinants of firm growth: evidence from Belgian companies. Faculteit economie en bedrijfskunde. Dostupno na: <http://www.thesis.net/Determinants/Determinants%20of%20firm%20growth%20Evidence%20from%20Belgian%20companies.pdf>
21. Martin, R. L. (2016). M&A: The One Thing You Need to Get Right. Harvard Business Review, Mergers and Acquisitions. Dostupno na: <https://hbr.org/2016/06/ma-the-one-thing-you-need-to-get-right>
22. Mergermarket. (2019). Atlantic Grupa interested in acquisitions in central and south eastern Europe, DACH region - VP. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/intelligence/view/2816771>
23. Mergermarket. (2019). Atlantic Grupa sells Sport and functional food business to Genuport. Dostupno na: <https://www.mergermarket.com/intelligence/view/2814424>
24. Pliva d.d. (2019). PLIVA prodala preostali dio poslovnog programa prehrane. Dostupno na: <http://www.pliva.hr/press-kutak/novosti/clanak/49/PLIVA-prodala-preostali-dio-poslovnoga-programa-prehrane.html>
25. Recklies, O. (2001). Mergers and Corporate Culture. Recklies Manageent Project. Dostupno na: [https://themanager.org/pdf/Merger\\_Culture.PDF](https://themanager.org/pdf/Merger_Culture.PDF)
26. Reuters. (2019). Update1 - Istrabenz CEO resigns over insolvency, 08' loss. Dostupno na: <https://www.reuters.com/article/slovenia-istrabenz/update-1-istrabenz-ceo-resigns-over-insolvency-08-loss-idUSLV70258720090331>
27. Valicon. (2019). Valicon top25 regional brands 2016. Dostupno na: <https://www.valicon.net/sl/top25/>
28. Zagrebačka Burza. (2019). Atlantic Grupa - preuzela Njemački Haleko OGH. Dostupno na: [https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/340-05-ATGR\\_%20preuzela\\_njemacki\\_Haleko.pdf](https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/340-05-ATGR_%20preuzela_njemacki_Haleko.pdf)
29. Zagrebačka burza. (2019). Atlantic Grupa d.d. - Početak formiranja nacionalnog ljekarničkog lanca. Dostupno na: [https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/47-08-ATGR\\_ljekarne\\_Coner\\_i\\_Farmako.doc](https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/47-08-ATGR_ljekarne_Coner_i_Farmako.doc)
30. Zagrebačka Burza. (2019). Atlantic Grupa d.d. - proširena informacija o lansiranju projekta Cedevita GO! Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=10011&pojam=cedevita&IsItSearch=1>

31. Zagrebačka Burza. (2019). Povijesni podaci kretanja dionice Atlantic Grupe d.d.  
Dostupno na: <https://www.zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=1075>
32. Murphy, C. B. (2019). How Company Stocks Move During an Acquisition. Corporate Finance & Accounting - Mergers and Acquisitions. Dostupno na:  
<https://www.investopedia.com/ask/answers/203.asp>
33. Martynova, M., Oosting, S., Renneboog, L. (2006). The longterm operating performance of European mergers and acquisitions. ECGI Working Paper Series in Finance, European Corporate Governance Institute. Dostupno na:  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=944407](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=944407)

## POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1: Vlasnička struktura Atlantic Grupe d.d. na dan 31. prosinca 2018. godine. ....	55
Grafikon 2: Dinamika prihoda od prodaje Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 1993. do 2000. godine. ....	58
Grafikon 3: Dinamika prihoda od prodaje i provedene akvizicije Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 2001. do 2009. godine. ....	59
Grafikon 4: Dinamika prihoda od prodaje i provedene akvizicije Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 2001. do 2009. godine. ....	62
Grafikon 5: Profil prihoda od prodaje Atlantic Grupe d.d. u 2004. godini. ....	66
Grafikon 6: Financijska struktura plaćanja akvizicije Droge Kolinske d.d. od strane Atlantic Grupe d.d. 2010. godine. ....	72
Grafikon 7: Profil prihoda od prodaje po tržištima Atlantic Grupe d.d. u 2009. i 2011. godini. ....	73
Grafikon 8: Profil prihoda od prodaje po kategorijama proizvoda Atlantic Grupe d.d. u 2009. i 2011. godini. ....	74
Grafikon 9: Prihodi od prodaje ključnih brendova Atlantic Grupe d.d. u 2011. godini. ....	75
Grafikon 10: Dinamika kretanja dnevnih cijena i prosječnog godišnjeg prometa dionica Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 2009. do 2018. godine. ....	79
Grafikon 11: Dinamika kretanja postotnih promjena zaključnih godišnjih cijena dionica Atlantic Grupe d.d. te indeksa CROBEX i CROBEX10 u razdoblju od 2010. do 2018. godine. ....	80

## POPIS PRIKAZA

Prikaz 1: Organizacija operativnog poslovanja Atlantic Grupe d.d. u 2018. godini. ....	56
Prikaz 2: Proces financiranja akvizicije Cedevite od strane Atlantic Grupe d.d. 2001. godine. ....	65
Prikaz 3: Top 25 regionalnih brendova robe široke potrošnje prema istraživanju Valiconu u 2016. godini. ....	68

## POPIS TABLICA

Tablica 1: Financijski pokazatelji poslovanja skupine Istrabenz za razdoblje od 2007. do 2010. godine. ....	69
Tablica 2: Financijski pokazatelji poslovanja Atlantic Grupe d.d. i Droge Kolinske d.d. u 2010. godini. ....	71
Tablica 3: Pokazatelji operativne profitabilnosti Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 2009. do 2011. godine. ....	75
Tablica 4: Dinamika ključnih financijskih pokazatelja Atlantic Grupe d.d. u razdoblju od 2011. do 2015. godine.....	77